МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РФ

**Федеральное государственное автономное**

**образовательное учреждение высшего образования**

**«Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского»**

**И.Б. Ромашова**

**И.Б. Удалова**

**Н.И. Яшина**

**Принципы современных корпоративных**

**финансов**

Учебно-методическое пособие

Рекомендовано методической комиссией института экономики и предпринимательства для студентов магистратуры ННГУ им. Н.И. Лобачевского, обучающихся по направлению подготовки 38.04.08 «Финансы и кредит», направленность «Корпоративные и государственные финансы».

Нижний Новгород

2019

УДК 657 (076)

ББК 65.9(2)242

Ромашова И.Б., Удалова И.Б., Яшина Н.И.ПРИНЦИПЫ СОВРЕМЕННЫХ

КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ: Учебно-методическое пособие. – Нижний Новгород: Нижегородский госуниверситет, 2019. – 147 с.

Рецензент: доктор экономических наук, профессор кафедры бухгалтерского учёта ИЭП ННГУ им. Н.И. Лобачевского **А. О. Овчаров**

Учебно-методическое пособие содержит краткое изложение основных тем учебного курса «Принципы современных корпоративных финансов».

В учебно-методическом пособии рассмотрены: теоретические концепции управления современными корпоративными финансами, принципы управления доходами и расходами, активами и пассивами корпорации, принципы формирования портфеля инвестиций, финансового планирования и прогнозирования.

Приведены контрольные вопросы в конце каждой главы для самопроверки.

Учебно-методическое пособие предназначено для магистров по направлению 38.04.08 «Финансы и кредит», направленность «Корпоративные и государственные финансы». Учебно-методическое пособие направлено на формирование компетенций, предусмотренных ФГОС по направлению 38.04.08 «Финансы и кредит».

Ответственный за выпуск:

председатель методической комиссии ИЭП ННГУ им. Н.И. Лобачевского,

к.э.н., доцент **Едемская С.В.**

**Оглавление**

[Введение 8](#_Toc38334566)

[Глава 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ 6](#_Toc38334552)

[1.1. Финансы и финансовая система 6](#_Toc38334563)

[1.2. Понятие и функции корпоративных финансов 8](#_Toc38334566)

[1.3. Финансовые ресурсы корпораций 10](#_Toc38334568)

[1.4. Принципы корпоративных финансов 12](#_Toc38334568)

1.5.[Фундаментальные концепции управления корпоративными финансами 16](#_Toc38334568)

1.6.[Концепция «временной стоимости денег» (И. Фишер, Дж. Уильямс) 19](#_Toc38334568)

1.7.[Теория портфеля Г. Марковица 21](#_Toc38334568)

1.8.[Теория Модильяни и Миллера 23](#_Toc38334568)

[1.9. Ценовая модель рынка капитала У. Шарпа 28](#_Toc38334568)

[Глава 2. ПРИНЦИПЫ УПРАВЛЕНИЯ ДОХОДАМИ И РАСХОДАМИ КОРПОРАЦИИ 37](#_Toc38334552)

[2.1. Систематизация доходов **корпорации** 37](#_Toc38334563)

[2.2. Формирование и использование выручки от продаж продукции (работ и услуг) 39](#_Toc38334566)

2.3. [Классификация расходов корпорации и возможность их снижения 40](#_Toc38334568)

[2.4. Принципы формирования себестоимости продукции 42](#_Toc38334568)

[2.5. Планирование себестоимости реализуемой продукции 43](#_Toc38334568)

[2.6. Принципы управления прибылью корпорации 47](#_Toc38334568)

[2.7. Принципы распределения и использования прибыли 48](#_Toc38334568)

[2.8. Планирование прибыли 49](#_Toc38334568)

2.9.[Порог рентабельности (точка безубыточности). Запас финансовой прочности 52](#_Toc38334568)

[2.10. Операционный рычаг, сила его воздействия 53](#_Toc38334568)

[Глава 3. ПРИНЦИПЫ УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ КОРПОРАЦИИ 55](#_Toc38334552)

[3.1. Принципы формирования оптимальной структуры капитала корпорации 55](#_Toc38334553)

[3.2. Формирование собственного капитала корпорации 57](#_Toc38334555)

[3.3. Концепция стоимости капитала 61](#_Toc38334559)

[3.4. Стоимость собственного капитала корпорации 62](#_Toc38334559)

[3.5. Стоимость заемного капитала 64](#_Toc38334557)

[3.6. Эффект финансового рычага (левериджа) 66](#_Toc38334559)

[3.7. Взаимодействие эффектов операционного и финансового рычагов в условиях](#_Toc38334557)

[делового риска 67](#_Toc38334557)

[3.8. Корпорация на рынке ценных бумаг 68](#_Toc38334557)

[3.9. Определение стоимости и доходности ценных бумаг 71](#_Toc38334557)

[Глава 4. ПРИНЦИПЫ](#_Toc38334561) ФОРМИРОВАНИЯ ОПТИМАЛЬНОГОБЮДЖЕТА КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЙ КОРПОРАЦИИ [74](#_Toc38334562)

[4.1. Инвестиции и инвестиционная деятельность корпорации 74](#_Toc38334563)

[4.2. Принципы формирования источников инвестиций 76](#_Toc38334566)

[4.3. Общий алгоритм принятия инвестиционных решений. Срок окупаемости 79](#_Toc38334568)

[4.4. Чистая приведенная стоимость (NPV). Индекс доходности инвестиций (PI) 81](#_Toc38334563)

[4.5. Внутренняя норма доходности (IRR). Противоречие критериев NPV и IRR 86](#_Toc38334563)

4.6. [Финансирование инвестиций в нематериальные активы 88](#_Toc38334563)

[4.7. Лизинг как метод финансирования капитальных вложений 89](#_Toc38334563)

[4.8. Финансовые инвестиции (вложения) корпорации 92](#_Toc38334563)

[4.9. Типы корпоративных портфелей ценных бумаг 94](#_Toc38334563)

[4.10. Риски, связанные с портфельными инвестициями 96](#_Toc38334563)

[Глава 5.](#_Toc38334561) [ПРИНЦИПЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА КОРПОРАЦИИ 98](#_Toc38334562)

[5.1. Общая характеристика инвестиций в оборотный капитал 98](#_Toc38334563)

[5.2. Операционный и финансовый циклы 101](#_Toc38334566)

[5.3. Принципы нормирования оборотного капитала. 101](#_Toc38334568)

[5.4. Моделирование текущих финансовых потребностей 103](#_Toc38334568)

[5.5. Принципы оптимизации производственных запасов корпорации. 105](#_Toc38334568)

[5.6. Управление дебиторской задолженностью 106](#_Toc38334566)

[5.7. Источники формирования оборотного капитала 108](#_Toc38334566)

[5.8. Факторинг и виды факторинговых отношений 109](#_Toc38334566)

[5.9. Принцип эффективности использования оборотного капитала 111](#_Toc38334566)

[Глава 6.](#_Toc38334561)  [ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ КОРПОРАЦИИ 113](#_Toc38334562)

[6.1. Состав и классификация денежных потоков 113](#_Toc38334563)

[6.2. Прямой и косвенный методы расчета денежных потоков 114](#_Toc38334566)

6.3. [Анализ денежных потоков 115](#_Toc38334568)

6.4. [Расчет среднего остатка денежных средств 116](#_Toc38334568)

6.5. [Принцип Баумоля по оптимизации денежных потоков 118](#_Toc38334568)

[Глава 7.](#_Toc38334561) [КОРПОРРАТИВНОЕ ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И КОНТРОЛЬ 119](#_Toc38334562)

[7.1. Принципы современного финансового планирования 119](#_Toc38334563)

[7.2. Прогнозирование как база финансового планирования 120](#_Toc38334566)

[7.3. Методы финансового планирования. 121](#_Toc38334568)

[7.4. Организация финансового планирования. Финансовая стратегия. 124](#_Toc38334568)

[7.5. Оперативное финансовое планирование. 127](#_Toc38334568)

[7.6. Текущее финансовое планирование (бюджетирование). 128](#_Toc38334568)

[7.7. Методика составления бюджета движения денежных средств. 121](#_Toc38334568)

[7.8. Принципы корпоративного финансового контроля. 121](#_Toc38334568)

[7.9. Особенности финансового планирования и управления в Публичных Акционерных](#_Toc38334568)

[Обществах (ПАО). 121](#_Toc38334568)

[ЛИТЕРАТУРА. 146](#_Toc38334568)

**ВВЕДЕНИЕ**

***Корпоративные финансы* – это наука и искусство построения внешних и внутренних эффективных отношений хозяйствующих субъектов в сфере управления финансовыми ресурсами корпорации с целью достижения стратегических и тактических корпоративных целей.**

**С развитием рыночных условий и ростом конкуренции роль корпоративных финансов в экономике страны значительно возрастает. Крупные акционерные общества начинают определять масштаб и скорость развития многих сфер хозяйствования. Поэтому изучение курса «Принципы современных корпоративных финансов» становится весьма *актуальной задачей.***

***Целью*** изучения дисциплины «**Принципы современных корпоративных финансов**» является формирование у обучающихся систематических знаний в области современных концепций корпоративных финансовых решений.

В рамках дисциплины «**Принципы современных корпоративных финансов**» должны быть решены следующие ***задачи:***

* раскрыть содержание принципов современных корпоративных финансов;
* изучить базовые концепции управления корпоративными финансами;
* освоить методы, используемые при оценке роста стоимости корпорации;
* изучить основные подходы к формированию оптимальной структуры капитала корпорации;
* освоить методы, используемые при формировании оптимального бюджета капиталовложений организации.

В процессе обновления и закрепления профессиональных знаний и овладения новыми навыками дисциплина «**Принципы современных корпоративных финансов**» занимает ***важное место,*** ибо позволяет создать целостное представление об инструментах управления доходами и расходами, активами и пассивами корпораций с целью повышения эффективности их деятельности и обеспечения долгосрочной финансовой устойчивости на конкурентных рынках.

Особенностью данного учебного пособия является то, что материал излагается системно и кратко, содержит множество рисунков и таблиц, приводит основные финансовые показатели и формулы их определения, завершается вопросами и заданиями для самостоятельной работы, в том числе содержит активные методы обучения.

**Глава 1. Теоретические основы управления корпоративными финансами**  
**1.1. Финансы и финансовая система**

***Финансы*** – особая форма экономических отношений по поводу образования, распределения и использования денежных доходов и накоплений предприятий и работников, создания централизованных и децентрализованных фондов.

Термин «finansia» возник в торговых городах Италии в XIII в. В истории финансов можно выделить три этапа:

1) развитие государственных финансов (XVIII в);

2) становление финансов предприятий. Научно-техническая революция привела к укрупнению мануфактур, к росту объема производства товаров. В XIX веке появляются первые акционерные общества (корпорации), транснациональные компании (ТНК);

3) активное развитие финансов домохозяйств (с XX века). Стоимостная форма движения товара порождает соответствующий денежный оборот и экономические отношения распределительного характера.

***Роль финансов*** состоит в распределении и перераспределении созданного продукта в денежной форме между субъектами хозяйствования и направлениями использования этих средств.

Отличительные признаки финансовых отношений:

1) денежный характер отношений;

2) фондовый характер отношений;

3) разные права субъектов, вступающих в отношения.

***Субъекты финансовых отношений* –** это предприятия и предприниматели, работающее население и государства, постоянно вступающие во взаимодействие между собой и образующие при этом финансовые потоки Их масштаб и интенсивность зависят от активности субъектов и социальной политики государства.

***К основным функциям финансов относятся:***

1) распределительная функция – заключается в распределении национального дохода (создание основных первичных доходов: заработная плата, доходы предприятия материальной и нематериальной сферы);

2) контрольная функция. Контроль за распределением внутреннего валового продукта (ВВП) по соответствующим фондам и расходованием их по целевому назначению. Целью контроля является бережное расходование материальных, трудовых, финансовых ресурсов, проверка соблюдения норм и законов. Осуществляется через финансовые органы. Контроль может быть общегосударственным, внутрихозяйственным, общественным и независимым (аудиторская деятельность);

3) стимулирующая функция. Через финансовые рычаги (бюджет, цены и тарифы, налоги, экспортно-импортные пошлины, льготы и т.д.) государство оказывает влияние на развитие отраслей и предприятий, таким образом сдерживая или стимулируя развитие экономических процессов.

***Финансовый механизм* –** это система установленных государственных форм, видов и методов организации финансовых отношений. К элементам финансового механизма относятся налоговые ставки, налоговая база, нормы обязательного резервирования, уровень нормированных расходов.

Финансовый механизм подразделяется на следующие виды:

1) директивный (налоги, государственный кредит, бюджетное финансирование, бюджетное устройство, финансовое планирование);

2) регулирующий (определяет основное отношение в конкретном сегменте финансов, не затрагивая прямо интересы государства).

***Финансовая система*** представляет собой совокупность «игроков» (органов) на финансовом пространстве той или иной страны, связанных друг с другом общей финансовой инфраструктурой..

***Финансовая система РФ*** состоит из:

1) финансов предприятий и населения;

2) государственного бюджета;

3) внебюджетных фондов (Пенсионный фонд, Фонд социального страхования, Фонд обязательного медицинского страхования и др.);

4) государственного кредита;

5) фондов страхования.

***Финансы предприятий (корпоративные финансы)* –** это совокупность денежных отношений, связанная с формированием и использованием децентрализованных денежных фондов в результате кругооборота производственных фондов и участия в воспроизводстве рабочей силы.

***Финансы государства* –** это совокупность денежных отношений, которые проявляются в процессах формирования и использования централизованных денежных фондов в целях удовлетворения общественных потребностей.

***Финансы населения* –** этосовокупность денежных отношений, связанных с формированием и расходами бюджета домохозяйств и частных лиц в целях удовлетворения личных (семейных) потребностей людей.

***Государственный бюджет* –** главное звено финансовой системы. Главными источниками наполнения госбюджета являются налоги и пошлины.

***Внебюджетные фонды* –** этосредства федерального правительства и местных властей, связанные с финансированием расходов, не включенных в бюджет, за счет целевых отчислений.

***Государственный кредит* –** это непосредственно кредит, а также продажа государством облигаций и других долговых ценных бумаг.

***Фонды страхования* –** это фонды, формируемые для осуществления социального, имущественного, личного страхования и страхования вкладов населения.

В мировой практике принято разделять все существующие *финансовые системы (ФС)* на два типа: свободные (рыночные) ФС – так называемые MBS (market-based system) и связанные (наведенные) ФС - RBS (relation-based system). Основные особенности данных систем сведены в таблице 1.1.

Таблица 1.1.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| *Критерий* | MBS | RBS |
| Особенности собственности | Распыленность капитала, преобладание портфельных инвесторов | Концентрация капитала, преобладание реальных инвестиций |
| Степень развитости контрактов (согласования интересов) | Сильная | Слабая |
| Особенности управления фирмами | Косвенные методы, через фондовые рынки («arm s-length system» - «на расстоянии вытянутой руки | Прямое вмешательство инвесторов, банковский контроль целевого использования средств |
| Основные цели бизнеса | Прибыль, максимизация рыночной капитализации | Множественность целей: рост активов, рост прибыли, увеличение доли рынка, решение социальных задач и т.д. |
| Приоритетные финансовые интересы | Интересы собственников | Интересы кредиторов, поставщиков, покупателей, персонала |
| Примеры стран | США, Великобритания | Япония, Германия |

***Подсистемами*** именуют крупные компоненты сложных систем, которые, как правило, в свою очередь представляют собой сложные системы. В качестве подсистем финансовой системы могут рассматриваться фондовый рынок, казначейская система, подсистема финансового права, страхование, фондовый рынок и т. д.

В качестве современных ***проблем***российского общества, которые призвана решать финансовая система, можно назвать:

1) диспропорции развития экономической системы;

2) недостаточные темпы развития экономики;

3) отставание в приспособлении к изменениям на финансовых и внешних товарных рынках;

4) излишнюю социальную напряженность, негативно воздействующую на воспроизводственный процесс;

5) недостаточный уровень собираемости налогов;

6) проблему бедности основной части населения и пр.

### 1.2. Понятие и функции корпоративных финансов

***Корпоративные финансы****–* это относительно самостоятельная сфера финансовой системы государства, охватывающая широкий круг денежных отношений, связанных с формированием и использованием капитала, доходов, денежных фондов в процессе кругооборота средств корпорации (компании, предприятия). Именно в этой сфере финансов формируется основная часть доходов, которые впоследствии по различным каналам перераспределяются в народно‑хозяйственном комплексе и служат основным источником экономического роста и социального развития общества.

В широком смысле корпорация – это любая организованная группа людей и юридических лиц, объединенных общим экономическим интересом, профессиональной принадлежностью, совместной экономической деятельностью, правилами поведения. Корпорациями ранее назывались купеческие и ремесленные гильдии, торгово-промышленные палаты, союзы и ассоциации занятых одинаковым бизнесом предпринимателей, научные общества, и т.д.

В настоящее время под корпорацией обычно понимается ***акционерная компания*** (в США это синонимы). Коллективное принятие решений и разделение функций собственности и управления, возможность сложения капиталов и изъятия любым собственником своей доли путем ее продажи третьим лицам, привлечение сбережений посредством размещения акций на фондовом рынке – все это сделало корпорацию самой эффективной и доминирующей формой организации производства в индустриальной и постиндустриальной экономиках.

Корпорации существуют в формах акционерных обществ, государственных предприятий, специализированных финансовых институтов (банки, корпорации развития и т.д.), а общие их ***признаки*** таковы:

1) *наличие юридического лица*, от имени которого ведется бизнес, которое не отвечает по обязательствам собственников и по обязательствам которого не отвечают собственники (это отличает корпорацию от таких видов компаний, как, скажем, полные и коммандитные товарищества);

2) *институциональное* (правовое и персональное) разделение функций собственности и управления;

3) *коллективное принятие решений* собственниками и (или) наемными управляющими (наибольшей степени разделение функций управления и собственности достигло в паевых инвестиционных фондах, негосударственных пенсионных фондах и иных современных финансовых институтах).

Таким образом, ***современная корпорация*** – это организация, принадлежащая государству или коллективу независимых друг от друга собственников (физических и юридических лиц), являющаяся юридическим лицом, не отвечающая по обязательствам собственников, осуществляющая свою деятельность в соответствии с нормами законодательства и уставом, управляемая коллективными органами, избранными собственниками, а также наемными управляющими, назначаемыми собственниками и имеющими права заключать от имени корпорации сделки в пределах делегированных собственниками полномочий.

В США в настоящее время существует более 3 млн. действующих корпораций. Хотя эти корпорации представляют собой лишь 20% всех фирм страны, на них приходится 90% объемов продаж товаров и услуг американскими фирмами, причем акционерная форма предприятий господствует практически во всех отраслях промышленности. Около 50 млн. американцев являются держателями акций различных компаний, причем более половины (примерно 30 млн. чел.) – люди с невысоким, по американским стандартам, уровнем годового дохода (от 15 до 50 тыс. долл.).

***Акционерное общество (АО)*** – это объединение граждан и(или) юридических лиц для совместной хозяйственной деятельности. Его имущество формируется главным образом за счет продажи акций, т.е. ценных бумаг, удостоверяющих право их владельца на фиксированную часть капитала акционерной фирмы. Акционеры несут ответственность по обязательствам акционерного общества лишь в пределах своего вклада (пакета принадлежащих им акций).

Классическое акционерное общество (корпорация) представляет собой объединение капиталов вкладчиков (акционеров) на наиболее демократичной основе. Любой гражданин (организация), пожелавший приобрести акцию, становится совладельцем предпринимательской фирмы.

Термин «корпорация», ***традиционно использующийся в России,*** сегодня является весьма многозначным и употребляется в нескольких значениях. Некоторые авторы делают акцент на юридическом аспекте термина «корпорация». Другие исследователи рассматривают преимущественно экономическую сторону понятия «корпорация».

Ряд признаков выделяет корпорацию из множества АО по мнению русских экономистов. К таковым относят: ***крупные размеры, межотраслевой охват, транснациональная сфера деятельности***. Масштабы деятельности и захват рынков однотипной продукции связывают понятие корпорации с монополизмом.

***Роль финансов в хозяйственной деятельности корпораций*** проявляется в том, что с их помощью осуществляются:

♦ обслуживание индивидуального кругооборота фондов корпорации, т. е. *смена форм стоимости*. В процессе такого кругооборота денежная форма стоимости превращается в товарную, и после завершения процесса производства и реализации готового продукта товарная форма стоимости вновь выступает в первоначальной денежной форме (в форме выручки от реализации готового продукта);

♦ *распределение выручки* от реализации товаров (после уплаты налогов) в фонд возмещения материальных затрат, включая амортизационные отчисления, фонд оплаты труда (включая взносы во внебюджетные фонды) и чистый доход, выступающий в форме прибыли;

♦ перераспределение чистого дохода на платежи в бюджет (налог на прибыль) и *прибыль, оставляемую в распоряжении* предприятия на производственное и социальное развитие;

♦ *использование прибыли*, оставляемой в распоряжении предприятия (чистой прибыли), на фонды потребления, накопления, резервный и на другие цели, предусмотренные в его финансовом плане (бюджете);

♦ *контроль* за соблюдением соответствия между движением материальных и денежных ресурсов в процессе индивидуального кругооборота фондов, т. е. за состоянием ликвидности, платежеспособности и финансовой независимости предприятия от внешних источников финансирования.

Значительная часть финансовых отношений предприятий ***регламентирована законодательством и нормативными актами:*** величина и порядок формирования уставного и резервного капитала для предприятий различных организационно‑правовых форм; порядок размещения и выкупа акций, а также приватизации, ликвидации или банкротства предприятий; порядок очередности списания средств с расчетного счета хозяйствующего субъекта; состав затрат, относимых на себестоимость продукции; возможные варианты учетной политики; объекты и ставки налогообложения и т.д.

Однако в условиях рынка основой финансов предприятий служит ***кругооборот капитала*,** который в условиях товарно‑денежных отношений принимает форму денежного оборота.

***Основными функциями финансов корпораций являются:***

1) обеспечение и обслуживание денежными средствами жизненного цикла предприятия;

2) обеспечение платежеспособности предприятия;

3) обеспечение оптимальных финансовых пропорций;

4) распределительная функция (калькулирование);

5) поддержание заданной структуры капитала предприятия;

6) рациональность в использовании денежных средств.

***Распределение* –** это связующее звено между производством и потреблением. В рыночных условиях производство, распределение общественного продукта и национального дохода осуществляется с помощью финансов предприятия. Этот процесс происходит путем получения предприятиями денежной выручки за реализованную продукцию и использования ее на возмещение израсходованных средств производства, образования валового дохода. Определенная доля этого дохода поступает в централизованный фонд социального страхования, а часть остается в распоряжении хозяйства на образование фондов экономического стимулирования и финансирования затрат на расширение и развитие производства.

В процессе образования и использования амортизационного фонда, мобилизации внутренних ресурсов в капитальном строительстве с помощью финансов осуществляется перераспределение национального богатства.

Таким образом, под распределительной функцией финансов предприятий понимают осуществление ими своей деятельности в процессе распределения общественного продукта, национального дохода и национального богатства. Распределительная функция создает условия, при которых предприятие и отрасль, строго соблюдающие планово-финансовую дисциплину, могут бесперебойно осуществлять хозяйственную деятельность и выполнять финансовые обязательства. Эта функция взаимосвязана с контрольной функцией финансов.

**1.3. Финансовые ресурсы корпораций**

***Финансовые ресурсы корпораций* –** это совокупность собственных денежных доходов, поступлений извне, находящихся *в распоряжении* предприятия и предназначенных главным образом для выполнения финансовых обязательств, финансирования имеющихся на данный момент затрат.

Финансовые ресурсы могут быть:

1) ***собственные*** (из внутренних источников – прибыль, амортизация, и из внешних – дополнительные вложения капитала, дополнительная эмиссия акций);

2) ***заемные*** (кредиты, средства от выпуска и продажи облигаций, бюджетные ассигнования на возвратной основе).

Финансовые ресурсы в наличном виде могут быть выражены только в виде остатков денежных средств на расчетных счетах в банках и кассе организации. Для некоторых корпораций существует такое правило: привлекать заемные средства до тех пор, пока доход, приносимый данными средствами выше, нежели размер затрат по обслуживанию займа.

В любом случае состав и структура финансовых ресурсов должны быть обусловлены корпоративными целями.

***Основными целями предприятия*** могут быть

1) привлечение капитала;

2) эффективное использование этого капитала;

3) максимизация прибыли;

4) минимизация затрат;

5) рост стоимости бизнеса;

6) выживание фирмы в условиях конкурентной борьбы;

7) избежание банкротства и крупных финансовых неудач;

8) лидерство в борьбе с конкурентами;

9) приемлемые темпы роста экономического потенциала фирмы;

10) рост объемов производства и реализации;

11) обеспечение рентабельной деятельности и др.

Таким образом, перечень целей и задач, которые преследует корпорация, осуществляя свою финансово—хозяйственную деятельность, очень широк. Поэтому важно определить, какие из этих целей являются приоритетными, а какие производными.

Важными понятиями из сферы финансовых ресурсов являются «капитал» и «финансовый капитал».

***Капитал* –** это экономическая база создания и развития предприятия в материальных и нематериальных формах, инвестированных в формировании активов. ***Финансовый капитал* –** это финансовые ресурсы, задействованные на предприятии в производственный оборот и приносящие доход от этого оборота.

В зависимости от тех или иных критериев, ***капитал классифицируется:***

*1. По формам:*

1) собственный капитал – это совокупная стоимость средств организации, принадлежащих ей на правах собственности;

2) уставный капитал – это основной элемент собственного капитала корпорации, его величиной организация отвечает по своим финансовым обязательствам;

3) добавочный капитал – это капитал, включающий в себя сумму дооценки основных средств, объектов капитального строительства и других материальных объектов корпорации со сроком их полезного использования (более года);

4) резервный капитал – это капитал, который формируется за счет отчисления прибыли в определенном размере, предназначен для покрытия рисков бизнеса;

5) прочие резервы организации, формирующиеся из равномерного включения предстоящих расходов организации в издержки производства или обращения отчетного периода, которые необходимы для стабилизации текущей деятельности организации;

6) заемный капитал – это денежные средства или прочие имущественные ценности организации, привлекаемые на возвратной основе непосредственно для финансирования деятельности в будущем периоде.

*2. По объекту:*

1) основной капитал – это часть капитала, которая используется организацией в процессе инвестирования всех внеоборотных активов;

2) оборотный капитал – это часть капитала организации, инвестирующая все оборотные средства организации.

*3. По целям использования:*

1) производительный капитал – это финансовые средства организации, которые инвестируют операционные активы для осуществления хозяйственной деятельности;

2) ссудный капитал – это финансовые средства организации, которые участвуют в процессе осуществления инвестиционной деятельности;

3) спекулятивный капитал – это капитал, который используется непосредственно в ходе спекулятивных финансовых операций.

*4. По форме нахождения в процессе кругооборота:*

1) фонды предприятия;

2) фонды для погашения кредитов банков;

3) фонды для финансирования научно-исследовательских работ;

4) фонды для отчислений в вышестоящие организации.

Систематизация видов капитала также приводится в таблице 1.2.

Таблица 1. 2 – Классификация капиталов корпорации

|  |  |
| --- | --- |
| *Признак классификации* | *Виды капитала* |
| По принадлежности фирме | Собственный капитал  Заемный капитал |
| По целям использования | Производительный капитал  Ссудный  Спекулятивный |
| По формам инвестирования | Капитал в финансовой форме  Капитал в материальной форме  Капитал в материальной форме |
| По объекту инвестирования | Основной капитал  Оборотный капитал |
| По формам собственности | Частный капитал  Государственный капитал |
| По организационно-правовым формам | Акционерный капитал  Паевой капитал  Индивидуальный капитал |
| По характеру использования в хозяйственном процессе | Работающий («живой») капитал  Неработающий («мертвый») капитал |
| По источникам привлечения | Национальный (отечественный) капитал  Иностранный капитал |

Таким образом, существует множество классификаций структуры капитала корпорации. Важно учитывать эти элементы и при управлении корпоративными финансами стремиться к сбалансированности структуры капитала с учетом специфики бизнеса.

**1.4. Принципы корпоративных финансов**

***К основным принципам корпоративных финансов*** относятся:

- принцип финансовой самостоятельности корпорации;

- принцип самофинансирования;

- принцип заинтересованности;

- принцип материальной ответственности;

- принцип резервирования.

Рассмотрим их подробнее.

Согласно принципу финансовой самостоятельности корпорации как хозяйственные структуры должны самостоятельно принимать и реализовывать решения касательно научно-технического и производственного развития посредством использования имеющихся у них ресурсов, в том числе финансовых.

Под принципом самофинансирования понимается необходимость соблюдения полной окупаемости затрат, необходимых для производства и реализации продукции, а также обеспечения расширенного воспроизводства. Иначе говоря, деятельность корпорации не должна быть убыточной, а ее финансовые ресурсы должны приносить прибыль.

Согласно принципу заинтересованности необходимым условием излечения прибыли выступает материальная заинтересованность в результатах деятельности корпоративной структуры. При этом подобная заинтересованность характерна не только для работников компании, но и ее внешних стейкхолдеров, таких как государство.

Под принципом материальной ответственности понимается наличие определенной системы ответственности, которую сотрудники корпорации несут за ведение финансово-хозяйственной деятельности и ее результаты.

Наконец, принцип резервирования предполагает необходимость обеспечения и формирования финансовых резервов под возможные потери и убытки. Потребность в этом обусловлена в первую очередь высокой нестабильностью внешней среды и рисковым характером предпринимательской деятельности.

К числу ***прочих принципов корпоративных финансов*** принято относить принцип коммерческого расчета и принцип разделения оборотных средств.

Согласно принципу коммерческого расчета в основе управления финансовыми ресурсами корпорации лежит необходимость соизмерения затрат и результатов хозяйствования.

В соответствии с принципом разделения оборотные средства следует финансировать за счет собственных и заемных источников, а сами оборотные активы, соответственно, делить на две группы – собственные и оборотные. Считается, что это способствует обеспечению более эффективного их использования в ходе общего кругооборота средств хозяйствующего субъекта.

***К базовым принципам управления***, лежащим в основе финансового менеджмента корпорации, относятся:

- экономическая эффективность;

- ориентация на стратегические цели развития;

- гибкость;

- альтернативность;

-оптимизация финансовых показателей.

Согласно принципу экономической эффективности предприятие всегда должно стремиться к минимизации расходов, которые оно несет в процессе управления финансами, а также их покрытию теми или иными доходами.

Кроме того, всякая организация в процессе своего развития должна быть ориентирована на постановку и достижение стратегически важных целей. Не является исключением и сфера корпоративных финансов. Важно выбрать правильную долго- и краткосрочную стратегию управления финансами для оптимального роста и развития.

Одним из важнейших принципов управления корпоративными финансами считается принцип гибкости, основанный на высоком динамизме управления. Согласно данному принципу всякий финансовый менеджер должен быть способен оперативно реагировать на изменения, которые происходят во внешней по отношению к корпорации среде, и меняющиеся модели финансового управления.

Принцип альтернативности предполагает, что финансовые решения зачастую приходится принимать в условиях неопределенности и риска, именно поэтому так важно быть готовыми использовать многовариантные подходы для того, чтобы рационально и взвешенно оценить ситуацию, складывающуюся в области финансов. Особенно важную роль данный принцип приобретает при оперативном финансовом управлении и разработке бизнес-планов.

Наконец, принцип оптимизации финансовых показателей предполагает, что в сфере корпоративных финансов принятие тех или иных управленческих решений может приводить к прямо противоположным эффектам в разных сферах деятельности. Так, например, в высокодоходные финансовые инвестиции способны привести к возникновению дефицита финансирования производственной деятельности, а чрезмерно резкий рост рентабельности может способствовать сокращению показателей ликвидности.

***Прочие принципы управления корпоративными финансами.*** Помимо подхода к выделению принципов корпоративных, рассмотренного нами выше, существуют и иные. Так, например, согласно позиции ученых, рассматривающих корпоративные финансы и управление ими в качестве особого вида деятельности, важнейшими принципами финансов корпорации являются:

- публичность;

- масштабность;

- консолидация финансовой отчетности.

Рассмотрим их более подробно.

В основе принципа публичности лежит мысль о том, что информация о деятельности корпорации, включая ее финансы (за исключением сведений конфиденциального характера) должна быть открытой и доступной внешним пользователям. Также он предполагает, что общество и его представители должны проявлять интерес к целям, задачам, а главное – решениям и действиям, предпринимаемым корпоративными структурами.

Принцип масштабности основан на многопрофильности деятельности и значительном влиянии товаров и услуг корпораций на географические рынки сбыта.

Согласно принципу консолидации корпорации должны формировать достоверные общие финансовые отчеты. Особенно актуален данный принцип в той среде, где в структуру корпоративной организации входят множественные дочерние компании, осуществляющие самостоятельную финансово-хозяйственную деятельность.

Принципы корпоративных финансов, как наиболее общие установки и нормы, теоретически вытекают из роли корпораций в современном обществе, их преимуществах перед другими формами ведения бизнеса.

В экономической теории ***роль корпораций*** в хозяйстве оценивается неоднозначно. Одни ученые считают, что корпорация является ***ядром экономики государства*** и именно ею предопределяются основные направления и пропорции экономического развития. Согласно противоположной точке зрения, ***недостатки крупных фирм*** перевешивают имеющиеся достоинства и наносят тем самым большой вред экономике в целом.

***Преимущества корпорации*** определили ведущую роль этой формы организации бизнеса в современной экономике:

1. Корпорация – наиболее эффективная форма организации бизнеса в вопросах ***привлечения денежного капитала.*** Корпорациям присущ уникальный способ финансирования – через продажу акций и облигаций, т.е. через рынок ценных бумаг корпорации могут объединять в общий фонд финансовые ресурсы огромного числа отдельных лиц. Финансирование путем продажи ценных бумаг имеет преимущества и с точки зрения их покупателей. Во-первых, любые лица в этом случае могут участвовать в предприятии и рассчитывать на определенное денежное вознаграждение; при этом нет необходимости принимать активное участие в управлении предприятием. К тому же, отдельное лицо имеет возможность распределять риск, приобретая ценные бумаги нескольких корпораций. Существующие фондовые биржи облегчают движение ценных бумаг между покупателями и продавцами. Излишне говорить, что все это усиливает готовность людей, имеющих сбережения, приобретать ценные бумаги корпораций. Более того, корпорации обычно имеют более легкий доступ к банковскому кредиту по сравнению с другими формами организации бизнеса.

2. Существенное преимущество корпораций – ***ограниченная ответственность***. Владельцы корпорации (т.е. держатели акций) рискуют только той суммой, которую они заплатили за покупку акций. Их личные активы, не ставятся под угрозу, даже если корпорация пойдет ко дну, сев на риф банкротства. Кредиторы могут предъявить иск корпорации как юридическому лицу, но не владельцам корпорации как частным лицам.

3. Благодаря своим привилегиям в области привлечения денежного капитала преуспевающей корпорации ***легче увеличивать объем и расширять масштабы*** операций, а также реализовывать преимущества объединения капиталов. В частности, корпорация способна извлекать преимущества из технологий массового производства. Подобным образом размеры корпорации позволяют осуществлять более глубокую специализацию в использовании человеческих ресурсов. В то время как управляющий единоличного предпринимательства вынужден делить свое время между производством, бухгалтерским учетом, деятельностью на рынке, крупная корпорация может привлекать специализированные кадры в каждую из этих сфер и тем самым достигать большей эффективности.

4. Поскольку корпорация является юридическим лицом, она существует ***независимо от ее владельцев***, а в этом отношении – от ее собственных должностных лиц. Партнерства внезапно и непредсказуемо могут погибнуть, а корпорации, по крайней мере, согласно законам, ***вечны.*** Передача собственности корпорации через продажу акций не подрывает ее целостности.

Крупная фирма является сегодня ядром экономики капиталистических стран. Она прошла длительный путь развития, на котором чередовались процессы горизонтальной и вертикальной интеграции производства, этап диверсификации. Типичная крупная фирма – концерн – обладает значительными ресурсами. На ее базе решаются вопросы отраслевого, межотраслевого, территориального и в немалой степени национального развития. Во многих капиталистических странах главенствующие позиции занимают гигантские транснациональные корпорации.

Крупные корпорации взаимодействуют с рынком, но вовсе не находятся у него в плену. Они и сами в состоянии формировать рынок, создавая, в частности, новые виды товаров и услуг или реализуя крупномасштабные программы капиталовложений. Надо также иметь в виду, что позиции корпорации на рынке в любой данный момент – это, как правило, функция решений, которые руководство фирмы приняло 3-5-10 лет назад. С учетом этого не приходится удивляться, что крупные корпорации осуществляют широкомасштабное финансирование НИОКР за счет серьезного ущемления своих текущих прибылей, в особенности подлежащих распределению.

Вполне понятно поэтому, ***что рынок крупных корпораций*** (а таковым является рынок фактически всех развитых стран и мировой рынок в целом) в принципе имеет огромные преимущества в эффективности перед рынком предприятий.

Обобщение опыта развитых стран позволяет выделить следующие основные предпосылки развития акционерной формы бизнеса:

• быстрый рост рынка, на котором работает компания;

• быстрые изменения в технологиях, требующие значительных инвестиций;

• высокая конкуренция;

• наличие существенных свободных финансовых ресурсов вне банковской сферы;

• готовность собственников разделить право собственности/контроля в обмен на предоставляемые финансовые ресурсы и готовность разделить риски;

• наличие адекватной финансовой инфраструктуры;

• наличие адекватной правовой среды.

В странах с развитыми рынками публичные компании стали наиболее мощными экономическими агентами, определяющими общую динамику экономического развития своих стран, формирующими основную долю ВВП, определяющими интенсивность и направленность инвестиционных процессов, и, как правило, развитие новых отраслей и технологий.

В узком понимании ***корпоративное управление*** заключится в обеспечении деятельности менеджеров по управлению предприятием в интересах владельцев-акционеров. Некоторые исследователи рассматривают корпоративное управление как пути и способы, с помощью которых все внешние финансовые инвесторы (держатели акций и кредиторы корпорации) гарантируют доход на свои инвестиции.

Коллективный характер корпораций наряду с вышеотмеченными достоинствами обладает и неустранимыми потенциальными пороками, сопряженными, в частности, с анонимностью, обезличенностью корпоративного капитала, бюрократическим типом управления и недобросовестностью управляющих и акционеров-инсайдеров. Если государство не обеспечивает должного контроля и регулирования их деятельности, латентные недостатки превращаются в открытые дефекты.

Таким образом, корпорации как сложные экономические системы, нуждаются в особом управлении, сочетающем централизованный и децентрализованный подходы.

**1.5. Фундаментальные концепции управления корпоративными финансами**

В системе теоретических концепций и моделей, определяющих цель и основные параметры финансовой деятельности предприятия, наиболее значимыми являются следующие:

***· Концепция приоритета экономических интересов собственников.***

Впервые ее выдвинул американский экономист Герберт Саймон. Опровергая классическое и неоклассическое представление о фирме, как организации, нацеленной на максимизацию полезности и прибыли, он сформулировал альтернативную целевую концепцию ее экономического поведения, заключающуюся в необходимости приоритетного удовлетворения интересов собственников. Эта теоретическая концепция в прикладном своем значении формулируется как «максимизация рыночной стоимости предприятия». В 1978 г. Саймону была присуждена Нобелевская премия по экономике.

***· Современная портфельная теория.***

Ее родоначальником является Гарри Марковиц, изложивший основные принципы данной концепции в 1952 г. в работе «Выбор портфеля». В основе концепции лежат принципы оптимизации соотношения уровня риска и доходности рисковых инструментов финансового инвестирования при формировании инвестиционного портфеля по критерию максимизации благосостояния собственников. В дальнейшем в разработку теории существенный вклад внесли Джеймс Тобин и Уильям Шарп, являющиеся лауреатами Нобелевской премии по экономике.

· ***Концепция стоимости капитала.***

Первоначальные теоретические разработки этой проблемы были осуществлены еще в 1938 году американским экономистом Джоном Уильямсом и изложены в работе «Теория инвестиционной стоимости». В наиболее системном виде эта концепция получила отражение в 1958 г. в работе известных американских исследователей  
Франко Модильяни и Мертона Миллера «Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций». Сущность этой концепции состоит в том, что затраты предприятия по привлечению и обслуживанию капитала существенно различаются в разрезе отдельных источников. В связи с этим при выборе альтернативных источников финансирования активов количественная оценка стоимости привлекаемого капитала играет решающую роль. Минимизация средневзвешенной стоимости ка­тала при прочих равных условиях обеспечивает максимизацию благосостояния собственников. Оба эти ученых являются лауреатами Нобелевской премии по экономике.

***· Концепция структуры капитала.***

Эта концепция также была выдвинута Франко Модильяни и Мертоном Миллером и изложена в работе «Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций» в 1958 г. В основе этой концепции лежит механизм влияния избранного предприятием соотношения собственного и заемного капитала на показатель его рыночной стоимости. В совокупности с концепцией стоимо­сти капитала теоретические выводы этой концепции по­ложены в основу разработки «Модели оценки эффекта финансового левериджа», которая широко используется в практике финансового менеджмента.

***· Теория дивидендной политики.***

Основы теоретических разработок этой проблемы были за­ложены в 1956 году американским экономистом Джоном Линтнером в его работе «Распределение корпоративного дохода между дивидендами, капитализацией и налогами». Однако наиболее существенные теоретические выводы по этой проблеме были сделаны уже упоминавшимися американскими уче­ными — нобелевскими лауреатами Мертоном Миллером и Франко Модильяни в их работе «Дивидендная политика, возрастание стоимости акций», опубликованной в 1961 году. Теоретические основы дивидендной политики рассматри­вают механизм ее влияния на рыночную стоимость компа­нии и цену ее акций, позволяя оптимизировать размер текущих дивидендов с учетом влияния различных факторов.

***· Концепция стоимости денег во времени.***

Основные теоретические положения этой концепции были сформулированы в 1930 году Ирвином Фишером в работе «Теория процента: как определить реальный доход в процессе инвестиционных решений» Позднее — в 1958 году — более полный механизм этой концепции был рассмотрен Джоном Хиршлейфером в работе «Теории оптимального инвестиционного решения». Сущность этой концепции состоит в том, что настоящая стоимость денег всегда выше их будущей стоимости в связи с альтернативой возможного их инвестирования, а также влияния факторов инфляции и риска. С учетом этой концепции разработаны различные модели дисконтирования денежных потоков.

***· Концепция взаимосвязи уровня риска и доходности.***

Теоретические основы этой концепции впервые были сформулированы в 1921 году Фрэнком Найтом — основателем Чикагской школы экономической теории — в книге «Риск, неопределенность и прибыль». Сущность этой концепции состоит в том, что между уровнем ожидаемого дохода и уровнем сопутствующего ему риска существует прямо пропорциональная зависимость. На базе этой концепции построены множественные модели оценки финансовых активов (финансовых инструментов инвестирования) и методика инвестиционного анализа в системе портфельной теории.

***· Модели оценки акций и облигаций на основе их доходности.***

Простейшие модели оценки таких финансовых инструментов инвестирования как акции и облигации на основе данных об их доходности (дивидендах, процентах) были впервые систематизированы Джоном Уильямсом еще в 1938 году в его работе «Теория инвестиционной стоимости». Затем в связи с появле­нием новых разновидностей этих финансовых инструмен­тов система моделей этого вида была дополнена Майроном Гордоном в работе «Инвестирование, финансирование и оценка стоимости корпорации», опубликованной в 1962 г. и Скоттом Бауманом в работе «Инвестиционный доход и настоящая стоимость, опубли­кованной в 1969 г. В основе всех моделей лежит дисконтированная стоимость ожидаемой до­ходности финансовых инструментов при соответствующем уровне их риска.

· ***Модель оценки финансовых активов с учетом систе­матического риска.***

Своим появлением данная модель обязана американско­му исследователю Уильяму Шарпу, опубликовавшему ее в 1964 году в работе «Цены финансовых активов». Ее основу составляет определение необходимого уровня доходности отдельных фи­нансовых инструментов инвестирования с учетом уровня их систематического риска. На основе этой модели форми­руется график линии доходности ценных бумаг, определяющий зависимость между уровнем систематического риска финансовых инструментов инве­стирования и уровнем необходимой доходности по ним. Позднее эта модель была усовершенствована Джоном Линтнером в 1965 году, Яном Моссиным в 1966 году и другими исследователями.

Гипотеза была выдвинута в 1970 г. американским экономистом Юджином Фама в работе «Эффективные рынки капитала: обзор теоретических и практических исследований». Данная гипотеза отражает зависимость ценовой эффективности фондового рынка от уровня информационного обеспечения его участников. В соответствии с этой гипотезой процесс формирования цены предполагает, что ожидаемая доходность ценных бумаг является случайной величиной, отражающей соответствующий уровень информированности участников рынка. В зависимости от условий информационного обеспечения участников следует различать слабую, среднюю и сильную ценовую эффективность фондового рынка. Участники, в наибольшей степени владеющие информацией, имеют приоритет в поиске и приобретении финансовых активов, котируемые цены на которые отличаются от их реальной рыночной стоимости ("недооценены рынком").

***· Концепция агентских отношений.***

Авторами этой концепции являются американ­ские исследователи Майкл Дженсен и Уильям Меклинг, опубликовавшие ее в 1976 году в работе "Теория фирмы: управленческое поведение, агентские затраты и структура собственников». Рассматриваемая концепция предпо­лагает, что между собственниками и менеджерами может существовать конфликт интересов в обеспечении максимизации благосостояния собственни­ков. Концепцией утверждается, что деятельность менед­жеров (агентов) лишь тогда будет направлена на реализа­цию главной цели управления финансами, если она будет дополнительно стимулироваться ихучастием в прибыли и соответственно эффективно контролироваться собственни­ками. В свою очередь, агентские затраты оказы­вают влияние на формирование и распределение прибыли, дивидендную политику, а соответственно и на цену обра­щающихся на рынке акций компании.

***· Концепция асимметрической информации.***

Авторами этой концепции явля­ются американские экономисты Стюарт Майерс и Николас Майджлаф, опубликовавшие ее в 1984 г. в работе «Корпоративное финансирование и инвестиционные решения в условиях, когда фирмы владеют информацией, которой не располагают инвесто­ры». Сущ­ность этой концепции заключается в том, что потенци­альные инвесторы — возможные покупатели ценных бу­маг компании располагают о ее деятельности меньшим объемом информации, чем ее менеджеры. Поэтому в те периоды, когда стоимость ценных бумаг компании «пере­оценена рынком», менеджеры инициируют дополнитель­ную эмиссию этих ценных бумаг, в результате чего их про­гнозируемая доходность искусственно завышается. В результате асимметрической информации инвесторы не­сут впоследствии определенные финансовые потери.

***Корпоративный финансовый менеджмент –*** этонаука и искусство управления финансами корпорации, базирующиеся на вышерассмотренных концепциях.

***Цель финансового менеджмента* –** достижение успеха в бизнес-процессах (проектах) с помощью набора инструментов ФМ (методов, средств, технологий управления денежными потоками и фондами денежных средств). Успех, в свою очередь, это достижение выбранных целей. Целями деятельности фирмы могут быть: рост стоимости бизнеса, максимизация прибыли, увеличение продаж, минимизация затрат, достижение социальных результатов и т.д.

Можно выделить пять ***базовых принципов системы ФМ****:*

- интегрированность с общей системой управления,

-комплексность принимаемых решений,

-динамизм (учет изменений),

-многовариантность (рассуждение в логике «А что, если…»),

-стратегичность (сочетание с долгосрочными целями и миссией компании).

В западной практике принято выделять следующие ***основные теории финансового менеджмента корпорации (Managerial Theorieas of firm):***

1). PMT -Profit Maximization Theory – Теория максимизации прибыли

2). AT – Agency Theory – Теория передачи полномочий (базирующаяся на противопоставлении интересов владельцев фирмы и ее управленческого персонала).

3). ST – Stakeholda Theory – Теория заинтересованных лиц (отдающая приоритет гармонизации конфликтующих интересов различных групп физических и юридических лиц).

4). WM – Wealth Maximization Theory – Теория максимизации рыночной цены фирмы (утверждающая, что обобщающим критерием деятельности компании является рыночная цена акций).

5). MAT – Market Analysis Theory – Теория рыночного анализа (предполагающая возможность прогнозирования курса акций на основе трендового анализа),

6). RWT – Random Walk Theory – Теория «ходьбы наугад» (когда финансовое управление опирается, в основном, на интуицию, ибо курс акций, по мнению разработчиков теории, предсказать достоверно нельзя),

7). EMH – Efficient Market Hypothesis – Гипотеза эффективного рынка (предполагающая, что при полном доступе рынка к информации цена акции в данный момент является лучшей оценкой ее будущей цены).

Рассмотренные выше концепции и теории лежат в основе практики управления финансами конкретной корпорации.

**1.6. Концепция «временной стоимости денег» (И. Фишер, Дж. Уильямс)**

Временная ценность денег – финансовый термин, который в своей сути имеет формулу [***наращивания денег***](http://www.e-xecutive.ru/wiki/index.php/%D0%94%D0%B5%D0%BD%D0%B5%D0%B6%D0%BD%D1%8B%D0%B9_%D0%BF%D0%BE%D1%82%D0%BE%D0%BA)с течением времени. Впервые введен И. Фишером и Дж. Уильямсом. Согласно концепции временной стоимости одинаковая сумма денег в разный временной период должна оцениваться по-разному. То есть, определённая сумма денег сегодня оценивается дороже, чем эта же сумма через год или через пять лет.

В финансовой сфере временная стоимость денег – это фундаментальное понятие, которое подразумевает, что любой человек предпочтёт [получить какую-то сумму](http://www.e-xecutive.ru/wiki/index.php/%D0%A1%D1%80%D0%B5%D0%B4%D0%BD%D0%B5%D0%B2%D0%B7%D0%B2%D0%B5%D1%88%D0%B5%D0%BD%D0%BD%D0%B0%D1%8F_%D1%81%D1%82%D0%BE%D0%B8%D0%BC%D0%BE%D1%81%D1%82%D1%8C_%D0%BA%D0%B0%D0%BF%D0%B8%D1%82%D0%B0%D0%BB%D0%B0) лучше раньше, чем позже при прочих равных условиях. Сегодняшние деньги ценнее, чем те, что будут получены, например, через год на сумму процентов, которые можно было бы на них заработать. То есть, получив сегодня 100 рублей, их можно вложить, например, в банк и получить через год 110 рублей или, другими словами, 110 рублей через год сегодня стоят 100 рублей.

Временную стоимость денег можно рассматривать в двух аспектах: психологическом и финансовом. Психологически всегда приятнее получить какую-то сумму быстрее, особенно учитывая отечественный менталитет. Но будучи неоднократно обманутыми, люди перестали доверять финансовым структурам и предпочитают иметь деньги у себя. Хотя всё со временем меняется, государство усиливает контроль над финансовыми учреждениями, и хранение денег в банке могло бы принести [существенный доход](http://www.e-xecutive.ru/wiki/index.php/%D0%94%D0%BE%D1%85%D0%BE%D0%B4%D1%8B).

Рассматривая фактор временной стоимости денег в финансовом аспекте, можно сделать два существенных вывода:

- в любых [финансовых сделках](http://www.e-xecutive.ru/wiki/index.php/%D0%A7%D0%B5%D1%81%D1%82%D0%BD%D1%8B%D0%B9_%D0%B1%D0%B8%D0%B7%D0%BD%D0%B5%D1%81_%D0%B8_%D1%81%D0%B4%D0%B5%D0%BB%D0%BA%D0%B8_%D0%B1%D0%B5%D0%B7_%D0%BE%D1%82%D0%BA%D0%B0%D1%82%D0%BE%D0%B2) должен обязательно учитываться этот фактор во избежание возможных ошибок в расчетах;

- оперировать суммами разных временных периодов без соответствующей корректировки неправильно при анализе долгосрочных проектов.

Рассмотрим, как производится [***расчёт денег***](http://www.e-xecutive.ru/wiki/index.php/%D0%94%D0%B5%D0%BD%D1%8C%D0%B3%D0%B8) за продолжительный период.

В финансовых расчётах деньги из разных периодов приводятся для корректности расчётов к одному какому-то периоду: будущему или настоящему с помощью дисконтирования. То есть, пересчитывают, например, значение настоящей суммы с учетом дисконтных ставок на нужный период времени и получают гипотетически ту же сумму в будущем времени.

Для произведения соответствующих расчетов вводятся две величины:

- дисконтированная стоимость PV – цена суммы в настоящем;

- будущая стоимость FV.

Расчёты каждой стоимости производятся соответственно на текущий момент и на будущий (в конце учётного периода).

Дисконтная ставка, которая лежит в основе расчётов, может быть минимальной (это, обычно, ставка рефинансирования, процент по облигациям, считающимся наиболее безрисковыми, банковским депозитам) или сложной, в зависимости от доходности [инвестиционных проектов](http://www.e-xecutive.ru/wiki/index.php/%D0%A3%D0%BF%D1%80%D0%B0%D0%B2%D0%BB%D0%B5%D0%BD%D0%B8%D0%B5_%D0%B8%D0%BD%D0%B2%D0%B5%D1%81%D1%82%D0%B8%D1%86%D0%B8%D1%8F%D0%BC%D0%B8).  
 Некоторая сумма N, будучи инвестирована, через определённый промежуток времени станет суммой N + i (i – проценты от суммы N).

Итак, будущая сумма вычисляется по формуле:  
FV = P + I = P + P x R x T =10000 + (10000 х 0,12 х 5)= 10000 + 6000 = 16000  
Вложенная сумма 10 000 рублей умножается на ставку (в данном случае довольно большую) 0.12 и на время в годах (в данном случае пять лет) и прибавляется к той же вложенной сумме.  
Наращенная сумма за период пяти лет в таком случае составит 16 000 рублей.

Это упрощённая схема расчётов. На самом деле обычно применяются гораздо более сложные расчёты для сопоставления стоимости денег с учётом разницы во времени.

Следует отметить, что большинство хозяйственных операций корпорации (приобретение основных средств, покупка/продажа ценных бумаг, лизинг, получение/погашение банковских кредитов, анализ инвестиционных проектов и др.) порождает денежные потоки. Осуществление этих операций сопровождается множеством выплат и поступлений денежных средств, образуя денежный поток, распределенный во времени.

В связи с этим в процессе управления финансами корпорации возникает необходимость в проведении специальных расчетов, связанных с движением денежных потоков в различные периоды времени. Ключевую роль в этих расчетах играет оценка стоимости денег во времени. Концепция такой оценки базируется на том, что стоимость денег с течением времени изменяется с учетом нормы прибыли, сложившейся на финансовом рынке, в качестве которой выступает ставка ссудного процента или норма доходности по государственным ценным бумагам.

Из принципа временной стоимости денег (Time Value of Money, TVM) вытекает два важных следствия:

* необходимость учета фактора времени, в особенности при проведении долгосрочных финансовых операций;
* некорректность суммирования денежных величин, относящихся к разным периодам времени.

Рассмотрим отдельные элементы методического инструментария стоимости денег.

***Процент*** — сумма дохода от предоставления капитала в долг или плата за пользование ссудным капиталом во всех его формах (депозитный и кредитный процент, по облигациям и векселям).

***Простой процент*** — сумма дохода, начисляемого к основной сумме капитала в каждом интервале, по которой дальнейшие расчеты не производят.

***Сложный процент*** — сумма дохода, начисляемого в каждом интервале, которую не выплачивают, а присоединяют к основной сумме капитала (вклада) в последующем платежном периоде.

***Процентная ставка***— удельный показатель, в соответствии с которым в установленные сроки выплачивают сумму процентов в расчете на единицу капитала (вклада). На практике процентная ставка выражает соотношение годовой суммы процентного дохода к объему основного долга.

***Будущая стоимость денег (Future Value, FV)*** — сумма вложенных в настоящий момент денежных средств, в которую они превратятся через определенный период времени с учетом выбранной процентной ставки.

***Настоящая стоимость денег (Present Value, PV)***— сумма будущих денежных средств (вклада), приведенных с учетом конкретной процентной ставки к настоящему моменту времени.

***Наращение стоимости (компаундинг — compounding)*** — процесс пересчета настоящей стоимости денежных средств (вклада) в их будущую стоимость в конкретном периоде времени путем добавления к первоначальной сумме начисленной величины процента.

***Дисконтирование стоимости (discounting)*** — процесс приведения будущей стоимости денежных средств (вклада) к их настоящей стоимости путем исключения из будущей суммы соответствующей величины процента (дисконта). Посредством такой финансовой операции достигают сопоставимости текущей стоимости предстоящих денежных потоков.

В финансовых вычислениях первый показатель имеет еще названия "процентная ставка", "процент", "рост", "ставка процента", "норма прибыли", "доходность", а второй - "учетная ставка", "дисконтная ставка", "дисконт". Очевидно, что обе ставки взаимосвязаны, т.е., зная один показатель, можно рассчитать другой:



***Период начисления*** — общий период времени, в течение которого осуществляют процесс наращения или дисконтирования денежной суммы (вклада).

***Интервал начисления*** – это минимальный период, по прошествии которого происходит начисление процентов.

***Декурсивный способ начисления процентов*** — способ, при котором проценты начисляются в конце каждого интервала начисления. Их величина определяется исходя из величины предоставляемого капитала. Соответственно, декурсивная процентная ставка представляет собой выраженное в процентах отношение суммы начисленного за определенный интервал дохода к сумме, имеющейся на начало данного интервала.

***Антисипативный способ (предварительный) начисления процентов*** — это способ, при котором проценты начисляются в начале каждого интервала начисления. Сумма процентных денег определяется исходя из наращенной суммы. Процентной ставкой будет выраженное в процентах отношение суммы дохода, выплачиваемого за определенный интервал, к величине наращенной суммы, полученной по прошествии этого интервала. Определяемая таким способом процентная ставка называется учетной ставкой, или антисипативным процентом.

Таким образом, знание концепции временной стоимости денег позволяет делать рассуждения и расчеты по денежным потокам корпораций более обоснованными и реалистичными.

**1.7. Теория портфеля Г. Марковица**

***Портфельная******теория******Марковица*** — это разработанная Гарри Марковицем методика формирования инвестиционного портфеля, направленная на оптимальный выбор активов, исходя из требуемого соотношения доходность/риск. Сформулированные им в 1950-х годах идеи составляют основу ***современной портфельной******теории***.

Основные положения портфельной теории были сформулированы Гарри Марковицем при подготовке им докторской диссертации в 1950—1951 годах. Теории Марковица уже более 65 лет, но она до сих пор активно используется для портфельного моделирования.

Портфельная модель Марковица использует математическое ожидание прибыли от инвестиций, а стандартное отклонение прибыли является мерой риска. При таком подходе к анализу инвестиций, мы можем выбрать оптимальные активы для покупки с учетом установленной планки риск/прибыль.

Предположим, мы решили купить акции компании «Дельта». Стоимость одной акции компании 100 рублей. Покупая акции, мы предполагаем, что данный актив будет находиться в портфеле один год. Если так, тогда прибыль можно представить как сумму двух составляющих: физическую доходность акции (рост цены акций) и непосредственно прибыли по акции. Предположим, что средний доход по акции за последние два года составил +10%, а в денежном эквиваленте прибыль на одну акцию составляет 4 рублям. Тогда имеем следующее: дивидендная доходность составит 4% годовых, а ожидаемая доходность акции компании «Дельта» будет равна 14% годовых. С учетом сказанного, вероятность получения прибыли распределится следующим образом (Таблица 1.3):

Таблица 1. 3

Ожидаемая прибыль в зависимости от экономической конъюнктуры

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Экономическая конъюнктура | Ожидаемая прибыль, % | Вероятность |
| Подъем | 42% | 0,2 |
| Нейтральная | 14% | 0,6 |
| Спад | -6% | 0,2 |

Из сказанного можно сделать вывод, что существует 20% вероятности, что акции компании «Дельта» дадут прибыль в размере +42% при условии того, что будет наблюдаться рост экономической активности. В противовес этому, при условии спада экономической активности, предполагается получение убытков в размере до -6%. При нейтральной экономической конъюктуре ожидаемая доходность составит 14%, а вероятность получения такой прибыли составит 60%. Для того, чтобы посчитать суммарную ожидаемую доходность с учетом различного развития событий, нужно использовать следующую формулу:

E(r)=0,42\*0,2+0,14\*0,6+(-0,06)\*0,2

Но здесь стоит учитывать, что чем больше будет отклонение прибыли по акции, тем больше будет показатель индекса изменчивости ее стоимости. Если, например, взять казначейские облигации с фиксированным купоном, то здесь стандартное отклонение будет равным нулю.

После этого, нужно сформировать портфель таким образом, чтобы собрать в нем наименее коррелируемые активы с учетом данных по ним риск/прибыль (Рис. 1.1.). За счет этого мы можем существенно снизить стандартное отклонение портфеля и оптимизировать показатель риск/прибыль.

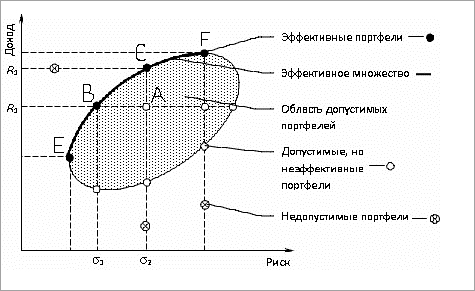


Рисунок 1.1 –Соотношение риска и доходности по портфелям

В качестве примера можно привести акции нефтегазовых компаний. Инвесторы формируют свой портфель из акций авиакомпаний и нефтедобывающих компаний. Что общего у этих двух компаний? Это цена на нефть. Когда стоимость нефти растет, цена на акции авиакомпаний начинает снижаться, а цена на акции нефтедобывающих компаний начинает расти. Таким образом, эти две компании обратно коррелируемы.

Из этого можно сделать следующий вывод: портфельная теория Марквица состоит из двух элементов: оптимального соотношения показателя риск/прибыль и портфеля, состоящего из наименее коррелируемых активов.

Главный недостаток теории Марковица состоит в том, инвестору уже известно математическое ожидание прибыли и стандартного отклонения по нужному активу и фактически одобряет тот факт, что имеющиеся в его распоряжении данные дают возможность оценить значение этих величин в будущем. Если еще проще, то на основе анализа исторических данных мы делаем прогноз на будущее, что само по себе не есть хорошо, потому что часто в экономике большую роль играет политика.

Пример - корпорация ЮКОС. До 2003 года это была мощнейшая компания с большой капитализацией и серьезными перспективами. Если с экономической точки зрения, то у нас было высокое математическое ожидание и низкая волатильность. А после 2003 года ситуация резко изменилась в связи с политическими событиями (рис.1.2).

Таким образом, когда мы начинаем анализировать общий объем исторических данных, то данные будут показывать «среднюю температуру по больнице» и применительно к целям построения оптимального инвестиционного портфеля эти данные будут иметь небольшое значение.

Поэтому к теорииМарковица нужно подходить взвешенно.

Отметим ее сильные стороны:

- Портфель формируется на принципах стабильности.

- Отсутствует игра на колебаниях, происходит постоянная перетряска портфеля с целью поддержания оптимального соотношения активов,

-Не используется плечо и короткие позиции.



Рисунок 1.2- Волатильность акций компании ЮКОС

Таким образом, рассмотренная теорияМарковица может эффективно применяться и в настоящее время, если подходить к ней творчески и вдумчиво.

**1.8. Теория Модильяни и Миллера**

Теория Модильяни-Миллера, сформулированная в 1958 году, говорит о том, что ***рыночная стоимость компании не зависит от структуры источников ее имущества*** (от соотношения собственного и заемного капитала) и определяется только размером прибыли.

Действительно, представим себе, что при одинаковой прибыли компания А стоит дороже чем компания Б. При этом компания А использует акционерный и заемный капитал, а компания Б — только акционерный. Тогда владельцы акций компании А начнут продавать их, и, добавив к полученным деньгам личные займы, будут покупать акции компании Б (ведь они дешевле, а значит доходность по ним выше, чем суммарная доходность собственного и заемного капитала в компании А). В результате стоимость компании А будет снижаться, а компании Б — расти. Этот процесс будет продолжаться до тех пор, пока стоимости компаний не сравняются.

Получается, что рентабельность собственного капитала в компании А будет выше, чем в компании Б (так как собственного капитала в А меньше, а прибыль такая же как в Б). Но эта высокая доходность сопровождается низким уровнем финансовой устойчивости (по сравнению с Б).

Теория Модильяни-Миллера работает при определенных допущениях:

1.Рынок капитала должен быть «совершенным».

2.Налоги для собственного и заемного капитала должны быть одинаковыми.

3.Стоимость долга должная быть постоянной.

В 1963 году Модильяни и Миллер скорректировали свою модель с учетом налогов на корпорации. Оказалось, что при учете налогов рост доли заемного капитала увеличивает стоимость акций (надо меньше платить налогов, так как проценты, в отличие от дивидендов, уменьшают налогооблагаемую базу).

В дальнейшем в модель было внесено еще одно изменение. Дело в том, что при чрезмерном росте доли заемного капитала, расходы фирмы по поддержанию столь рисковой структуры источников имущества начинают расти (выше риск — выше процент по кредитам).

В результате, с учетом вышеуказанных изменений, теория Модильяни-Миллера приводит к довольно очевидным выводам:

1.Необходимо использовать заемный капитал.

2.Нельзя использовать его чрезмерно.

3.Каждая компания имеет свою оптимальную структуру капитала.

В целом, теория структуры капитала Модильяни-Миллера стала противоположностью традиционного подхода, согласно которого максимизировать рыночную стоимость компании можно минимизируя стоимость капитала. Другими словами, традиционный подход предполагает существование ***оптимальной структуры капитала***, при которой достигается его минимальная стоимость, а рыночная стоимость компании будет максимальной.

Гипотеза Модильяни-Миллера, напротив, предполагает, что структура капитала и рыночная стоимость компании не зависят друг от друга.

Рассмотрим ***модель Модильяни-Миллера без учета налогов.***

Она базируется на следующих предположениях:

1. Рынок капиталов является совершенным:
   * отсутствуют транзакционные издержки;
   * расходы на эмиссию игнорируются;
   * ни один из инвесторов не может повлиять на рыночную стоимость акций;
   * вся информация доступна бесплатно для любого инвестора;
   * не существует ограничений на продажу и покупку ценных бумаг.
2. В рамках одного класса все компании подвержены деловому риску в равной степени.
3. Требуемая доходность на заемный капитал (kd) постоянна и ниже, чем требуемая доходность на собственный капитал (ke), то есть выполняется неравенство kd < ke.
4. Все инвесторы должны иметь одинаковую оценку ожидаемой доходности для каждой компании.
5. Компании направляют всю полученную прибыль на выплату дивидендов.
6. Отсутствие налогообложения.

Основным положением предложенной теории стало утверждение, что рыночная стоимость компании (V) не зависит от структуры капитала, то есть от используемой доли заемных средств, что может быть описано следующим уравнением:

Модель Модильяни-Миллера без учета налогообложения - уравнение

где VU – рыночная оценка капитала компании, не использующей финансовый рычаг, VL - рыночная оценка капитала компании, использующей финансовый рычаг.

Таким образом, образом рыночная оценка капитала зависит не от его структуры, а от величины операционной прибыли (*англ. Earnings Before Interest and Taxes, EBIT*) и требуемой ставки доходности на собственный (акционерный) капитал при нулевой доле заемного капитала (ke0). Следовательно, рыночную стоимость компании можно рассчитать, воспользовавшись следующей формулой:

Модель Модильяни-Миллера без учета налогообложения - формула рыночной стоимости компании

Следующим утверждением, следующим из гипотезы Модильяни-Миллера, является то, что средневзвешенная стоимость капитала (*англ. Weighted Average Cost of Capital, WACC*) является постоянной независимо от уровня используемого финансового рычага и равна требуемой ставке доходности на акционерный капитал при нулевой доле заемного капитала (ke0).

Графическая интерпретация основных положений модели Модильяни-Миллера без учета налогов представлена на рисунке 1.2.

При построении графика в качестве финансового рычага использовалась доля заемного капитала. Если в качестве финансового рычага использовать отношение заемного капитала к собственному, то зависимость между требуемой доходностью собственного капитала (ke) и требуемой доходностью заемного капитала (kd) будет линейной.

В качестве обоснования утверждения, что средневзвешенная стоимость капитала остается постоянной, указывается тот факт, что при увеличении финансового рычага будет повышаться риск, что приведет к росту требуемой доходности акционерного капитала. Поэтому привлечение более дешевого заемного капитала не приведет к снижению его средневзвешенной стоимости, поскольку будет компенсировано возрастающей стоимостью собственного капитала.

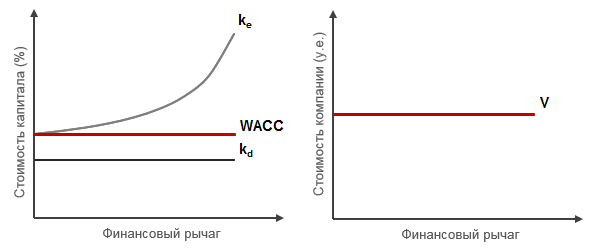


Рисунок 1.2 - Графическая интерпретация теории Модильяни-Миллера

Эта зависимость описывается следующим уравнением:

Модель Модильяни-Миллера без учета налогообложения - формула расчета требуемой доходности акционерного (собственного) капитала для компании, использующей финансовый рычаг

где keL – требуемая доходность акционерного (собственного) капитала для компании, использующей финансовый рычаг; keU – требуемая доходность акционерного (собственного) капитала для компании, не использующей финансовый рычаг; D - рыночная оценка заемного капитала; E – рыночная оценка акционерного (собственного) капитала; kd – требуемая доходность заемного капитала.

В качестве формального доказательства теории структуры капитала Модильяни-Миллера на арбитражном процессе, а именно одновременной покупкой и продажей акций с равным уровнем риска, но с разной ценой. В этом случае инвесторы будут продавать переоцененные акции и покупать недооцененные. В этом случае цена первых начнет снижаться, а вторых расти, пока они не сравняются, то есть рынок придет в равновесие. При достижении состояния равновесия рынка арбитраж станет невозможным, поэтому рыночная оценка капитала компаний сравняется независимо от их структуры капитала.

Продемонстрируем эту зависимость на примере компании, операционная прибыль (EBIT) которой составляет 1 200 тыс. у.е., а требуемая ставка доходности при нулевом финансовом рычаге (ke0) для такого класса риска составляет 24% (Таблица 1.4).

Рыночная оценка капитала компании (V) может быть рассчитана по следующей формуле:

http://allfi.biz/financialmanagement/CapitalStructure/images/model-modiljani-millera-6.png

Требуемая доходность акционерного капитала (ke) можно рассчитать по формуле:

http://allfi.biz/financialmanagement/CapitalStructure/images/model-modiljani-millera-7.png

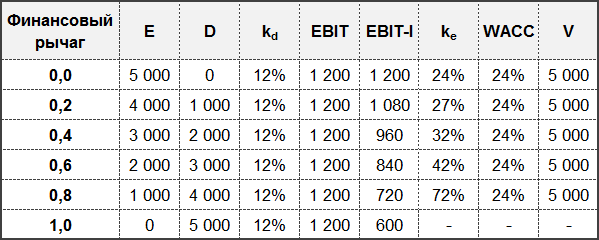
Для расчета средневзвешенной стоимости капитала воспользуемся следующей формулой:

http://allfi.biz/financialmanagement/CapitalStructure/images/model-modiljani-millera-8.png

где wd – доля заемного капитала, доля we – собственного капитала.

Таблица 1.4

Данные для расчета модели Модильяни-Миллера



Для расчета средневзвешенной стоимости капитала воспользуемся следующей формулой:

http://allfi.biz/financialmanagement/CapitalStructure/images/model-modiljani-millera-8.png

где wd – доля заемного капитала, доля we – собственного капитала.

Рассчитаем рыночную оценку капитала компании для различных вариантов его структуры.

При wd = 0

Рыночная оценка стоимости капитала компании будет равна рыночной оценке акционерного капитала.

V = E = 1 200 ÷ 0,24 = 5 000 тыс. у.е.

WACC = 12% × 0,0 + 24% × (1,0 - 0,0) = 24%

При wd = 0,2

D = 5 000 × 0,2 = 1 000 тыс. у.е.

E = 5 000 - 1 000 = 4 000 тыс. у.е.

I = 1 000 × 0,12 = 120 тыс. у.е.

ke = (1 200 – 120) ÷ 4 000 = 27%

V = 4 000 + 1 000 = 5 000 тыс. у.е.

WACC = 12% × 0,2 + 27% × (1,0 - 0,2) = 24%

При wd = 0,4

D = 5 000 × 0,4 = 2 000 тыс. у.е.

E = 5 000 – 2 000 = 3 000 тыс. у.е.

I = 2 000 × 0,12 = 240 тыс. у.е.

ke = (1 200 – 240) ÷ 3 000 = 32%

V = 3 000 + 2 000 = 5 000 тыс. у.е.

WACC = 12% × 0,4 + 32% × (1,0 - 0,4) = 24%

При wd = 0,6

D = 5 000 × 0,6 = 3 000 тыс. у.е.

E = 5 000 – 3 000 = 2 000 тыс. у.е.

I = 3 000 × 0,12 = 360 тыс. у.е.

ke = (1 200 – 360) ÷ 2 000 = 42%

V = 2 000 + 3 000 = 5 000 тыс. у.е.

WACC = 12% × 0,6 + 42% × (1,0 - 0,6) = 24%

При wd = 0,8

D = 5 000 × 0,8 = 4 000 тыс. у.е.

E = 5 000 – 4 000 = 1 000 тыс. у.е.

I = 4 000 × 0,12 = 480 тыс. у.е.

ke = (1 200 – 480) ÷ 1 000 = 72%

V = 1 000 + 4 000 = 5 000 тыс. у.е.

WACC = 12% × 0,8 + 72% × (1,0 - 0,8) = 24%

Данный пример иллюстрирует положения модели Модильяни-Миллера, что рост доли заемного капитала приводит к росту требуемой доходности акционерного капитала, в результате чего рыночная оценка и средневзвешенная стоимость капитала остаются постоянными независимо от его структуры.

## Теперь рассмотрим модель Модильяни-Миллера с учетом налогов (Рис.1.3.).

Теория структуры капитала Модильяни-Миллера получила свое развитие и в 1963 году, из исходных предположений модели было исключено предположение об отсутствии налогообложения прибыли.

Основным положением усовершенствованной модели стала гипотеза, что рыночная оценка капитала компании, использующей финансовый рычаг, будет выше, чем рыночная оценка капитала компании, не использующей финансовый рычаг. Основанием для такого утверждения является возможность отнесения процентов за использование заемного капитала на расходы, что приводит к возникновению налоговой экономии. Эта зависимость может быть описана следующим уравнением:

Модель Модильяни-Миллера с учетом налогов - уравнение

где T – ставка налога на прибыль, D – величина заемного капитала.

Другими словами, рыночная оценка капитала компании, использующей финансовый рычаг, превышает рыночную оценку капитала компании, не использующей финансовый рычаг, на величину возникающей налоговой экономии.

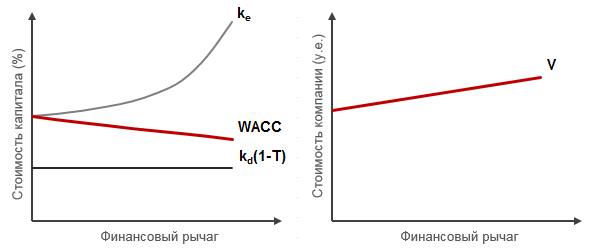


Рисунок 1.3 - Графическая интерпретация теории Модильяни-Миллера с учетом налогов

При построении графика в качестве финансового рычага использовалась доля заемного капитала. Если в качестве финансового рычага использовать отношение заемного капитала к собственному, то зависимость между требуемой доходностью собственного капитала (ke) и посленалоговой требуемой доходностью заемного капитала (kd(1-T)) будет линейной.

Поскольку стоимость заемного капитала будет ниже на величину налоговой экономии увеличение его доли приведет к снижению средневзвешенной стоимости капитала. Эту зависимость можно описать следующим уравнением:

Модель Модильяни-Миллера с учетом налогов - формула расчета требуемой доходности акционерного (собственного) капитала для компании, использующей финансовый рычаг

При этом рыночная стоимость компании будет максимальна при доле заемного равной 100%. Поскольку такая ситуация недостижима даже теоретически, то компаниям следует увеличивать долю заемного капитала до максимально возможного предела.

В 1978 году теория Модильяни-Миллера получила дальнейшее развитие, а предложенная модель стала учитывать еще подоходный налог владельцев капитала. Новая гипотеза утверждала, что на поведение инвесторов оказывает влияние налогообложение их доходов. В качестве обоснования этого утверждения указывалось, что ставка налога на доход в виде дивидендов может отличаться от ставки налога на прирост капитала, а также отличаться от ставки налога на доход, полученный в форме процентов. Это приводит к тому, что поведение инвестора будет во многом зависеть от его налоговых предпочтений.

В этом случае зависимость между рыночной оценкой капитала компании, использующей финансовый рычаг, и рыночной оценкой капитала компании, не использующей финансовый рычаг, может быть описана следующим уравнением:

Модель Модильяни-Миллера - стоимость компании с учетом налогообложения

где te – ставка налога на доходы владельцев акционерного капитала, td – ставка налога на доходы владельцев заемного капитала.

Основным объектом критики теории структуры капитала Модильяни-Миллера стало предположение о совершенстве рынка капиталов, поскольку оно совершенно нереалистично. Также сильной критике подвергся процесс арбитража, формирующий поведенческую основу гипотезы Модильяни-Миллера. При условии отсутствия совершенства рынка капиталов арбитражный процесс будет бесполезным, что приведет к различной рыночной стоимости компаний, использующих и не использующих финансовый рычаг.

Ниже перечислены основные факторы, которые не позволяют арбитражному процессу привести к равновесию рынка.

1. Транзакционные издержки. Поскольку приобретение ценных бумаг предполагает транзакционные издержки (комиссионные брокеру), что увеличивает сумму необходимой инвестиции, но не увеличивает доходности, капитал компании, использующей финансовый рычаг, будет иметь более высокую рыночную оценку, чем капитал аналогичной компании, не использующей финансовый рычаг.
2. Предположение о том, что компании и физические лица могут получать или предоставлять финансирование под одинаковую процентную ставку. В реальности процентная ставка для различных заемщиков может варьироваться в различных пределах, что не позволяет привести к равновесию рынка.
3. Институциональное ограничение. Институциональные инвесторы (например, крупные страховые компании или пенсионные фонды) замедляют процесс арбитража, поскольку они ограничивают использование финансового рычага своими клиентами.
4. Различные последствия использования финансового рычага. На поведение компаний и физических лиц при использовании финансового рычага оказывает влияние тот факт, что первые, как правило, несут ограниченную ответственность, а вторые - неограниченную.

По мнению некоторых критиков, аргументы, на которых выстроена гипотеза Модильяни-Миллера, имеют незначительную практическую ценность, а рыночная оценка капитала и его средневзвешенная стоимость определяется финансовым рычагом.

Однако несмотря на недостатки теория Модильяни-Миллера остается популярной и широко применяемой и в настоящее время.

**1.9. Ценовая модель рынка капитала У. Шарпа**

Модель оценки CAPM была разработана экономистом, а впоследствии лауреатом Нобелевской премии по экономике Уильямом Шарпом и изложена в его книге 1970 года «Портфельная теория и рынки капитала».

***Capital Asset Pricing Model (CAРM), или Модель Оценки Финансовых Активов*** – это равновес- ная модель ценообразования, согласно которой ожидаемая доходность ценной бумаги является линейной функцией чувствительности доходности бумаги к изменению доходности рыночного портфеля.

Данная модель, как и портфельная теория Марковица, является абстрактным, теоретическим представлением реального мира. Как и всякая теория, она базируется на ряде идеалистических (упрощающих анализ) предположений. Хотя эти предположения могут оказаться нереалистичными, они освобождают теорию от ненужных нагромождений и позволяют использовать её при её изложении строгий математический язык.

***Модель САРМ базируется на следующих абстракциях:***

*●* рынок является конкурентным;

● активы ликвидны и делимы;

● отсутствуют налоги, транзакционные издержки, банкротства;

● все инвесторы рациональны, имеют одинаковые ожидания, могут брать кредит и предоставлять средства под ставку без риска;

● рассматривается один временной период;

● доходность является функцией риска;

● изменения цен активов не зависят от существовавших в прошлом уровней цен.

Теория Шарпа начинается с того, что отдельные инвестиции включают два вида рисков:

- ***Систематические***. Это рыночные риски, которые не могут быть диверсифицированы. Их примерами являются процентные ставки, спады и войны.

- ***Несистематические.*** Также известны как специфические риски. Они специфичны для отдельных акций и могут быть диверсифицированы увеличением количества ценных бумаг в инвестиционном портфеле. Говоря техническим языком, они представляют собой компонент биржевой прибыли, который не коррелирует с общими движениями рынка.

Современная портфельная теория говорит о том, что специфический риск может быть устранен с помощью диверсификации. Проблема заключается в том, что она по-прежнему не решает проблему систематического риска. Даже портфель, состоящий из всех акций фондового рынка, не может устранить его. Поэтому при расчете справедливого дохода систематический риск больше всего досаждает инвесторам. Данный метод является способом его измерить.

Шарп обнаружил, что прибыль от отдельной акции или портфеля должна равняться стоимости привлечения капитала. Стандартный расчет модели CAPM описывает взаимосвязь между риском и ожидаемой доходностью:

ra = rf + βa(rm - rf),

где rf – безрисковая ставка,

βa – бета-величина ценной бумаги (отношение ее риска к риску на рынке в целом),

rm – ожидаемая доходность,

(rm - rf) – биржевая премия.

Отправной точкой CAPM является безрисковая ставка. Это, как правило, доходность 10-летних государственных облигаций. К ней прибавляется премия инвесторам в качестве компенсации за дополнительный риск, на который они идут. Она состоит из ожидаемой прибыли от рынка в целом за вычетом безрисковой ставки доходности.

Премия за риск умножается на коэффициент, который Шарп назвал «бета».

Единственной мерой риска в модели CAPM является ***β-индекс***. Он измеряет ***относительную волатильность,*** то есть показывает, насколько цена конкретной акции колеблется вверх и вниз по сравнению с фондовым рынком в целом.

Если она движется точно в соответствии с рынком, то βa = 1.

ЦБ с βa = 1,5 вырастет на 15 %, если рынок поднимется на 10 %, и упадет на 15 %, если он снизится на 10 %.

«Бета» рассчитывается с помощью статистического анализа индивидуальных дневных показателей доходности акций по сравнению с дневной доходностью рынка за тот же период.

В своем классическом исследовании 1972 года под названием «Модель оценки финансовых активов CAPM: некоторые эмпирические тесты» экономисты Фишер Блэк, Майкл Йенсен и Майрон Шоулз подтвердили линейную зависимость между доходностью портфелей ценных бумаг и их β-индексов. Они изучили ценовые движения акций на Нью-Йоркской фондовой бирже в 1931–1965 годах.

Был четко прописан смысл «беты».

По сути. «Бета» показывает сумму компенсации, которую должны получить инвесторы за принятие на себя дополнительного риска.

Если β = 2, безрисковая ставка составляет 3 %, а рыночная ставка доходности – 7 %, избыточная доходность рынка равна 4 % (7 % - 3 %). Соответственно, избыточная доходность по акциям составляет 8 % (2 х 4 %, произведение доходности рынка и β-индекса), и общая требуемая доходность равна 11 % (8 % + 3 %, избыточная доходность плюс безрисковая ставка). Это свидетельствует о том, что рискованные инвестиции должны давать премию сверх безрисковой ставки – эта сумма рассчитывается умножением премии рынка ценных бумаг на его β-индекс.

Другими словами, вполне возможно, зная отдельные части модели, оценить, соответствует ли текущая цена акции ее вероятной прибыльности, то есть является ли вложение капитала выгодным или слишком дорогим.

***Что означает модель CAPM для инвесторов?***

Эта модель очень проста и обеспечивает простой результат. Согласно ей, единственная причина, по которой инвестор заработает больше, покупая одну акцию, а не другую, состоит в ее большей рискованности. Не удивительно, что эта модель стала доминировать в современной финансовой теории. Но работает ли это на самом деле?

Это не совсем понятно. Большим камнем преткновения является «бета». Когда профессоры Юджин Фама и Кеннет Френч исследовали прибыльность акций на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах, а также NASDAQ в 1963–1990 годах, они обнаружили, что различия в β-индексах в течение такого длительного периода не объясняют поведение разных ценных бумаг. Линейная зависимость между коэффициентом «бета» и индивидуальной доходностью акций на коротких промежутках времени не соблюдается. Полученные данные позволяют предположить, что модель CAPM может быть ошибочной.

Популярный инструмент, несмотря на это, все еще широко используется в инвестиционном сообществе. Хотя по β-индексу трудно предсказать, как отдельные акции будут реагировать на определенные движения рынка, инвесторы, вероятно, могут смело делать вывод о том, что портфель с высокой «бета» будет двигаться сильнее, чем рынок, в любом направлении, а с низкой будет колебаться меньше.

Это особенно важно для управляющих фондами, потому что они могут не захотеть (или им могут не позволить) придержать деньги, если они чувствуют, что рынок, скорее всего, упадет. В таком случае они могут держать акции с низким β-индексом.

Инвесторы могут формировать портфель в соответствии со своими специфическими требованиями к риску и доходности, стремясь покупать бумаги с βa > 1, когда рынок растет, и с βa < 1, когда он падает.

Неудивительно, что CAPM способствовал росту использования индексации для формирования портфеля акций, имитирующего конкретный рынок, теми, кто стремится свести риски к минимуму. Во многом это обусловлено тем, что, согласно модели, получить более высокую доходность, чем на рынке в целом, можно, идя на более высокий риск.

Несовершенная, но правильная Модель оценки доходности финансовых активов CAPM ни в коем случае не является совершенной теорией. Но ее дух верен. Он помогает инвесторам определить, какой прибыли они заслуживают за то, что рискуют своими деньгами.

***К базовой теории CAPM*** относятся следующие допущения:

-Все инвесторы по своей природе склонны избегать риска.

- У них есть одинаковое количество времени, чтобы оценить информацию.

- Существует неограниченный капитал, который можно заимствовать на безрисковой ставке доходности.

-Инвестиции можно делить на неограниченное количество частей неограниченного размера.

-Отсутствуют налоги, инфляция и операционные издержки.

Из-за этих предпосылок инвесторы выбирают портфели с минимизированными рисками и максимальной доходностью.

С самого начала к этим допущениям относились как к нереальным. Как могли выводы из этой теории иметь хоть какое-то значение при таких предпосылках? Хотя они сами по себе легко могут быть причиной неверных результатов, внедрение модели оказалось также трудной задачей.

В 1977 году исследование, проведенное Имбарином Буджангом и Аннуаром Нассиром, пробило в теории CAPM существенную брешь. Экономисты отсортировали акции по соотношению чистой прибыли к цене. Согласно полученным результатам, ценные бумаги с более высоким коэффициентом доходности, как правило, давали больше прибыли, чем предсказывала модель CAPM.

Еще одно свидетельство не в пользу теории появилось через несколько лет (в том числе работа Рольфа Банца 1981 г.), когда был обнаружен так называемый эффект размера. Исследование показало, что небольшие по рыночной капитализации акции вели себя лучше, чем предсказывала CAPM. Были проведены и другие расчеты, общей темой которых являлось то, что финансовые показатели, так тщательно отслеживаемые аналитиками, на самом деле содержат определенную прогностическую информацию, которая не полностью отражается β-индексом. В конце концов, цена акции является лишь дисконтированной стоимостью будущих денежных потоков в виде прибыли.

Так почему же при таком большом количестве исследований, атакующих обоснованность CAPM, метод по-прежнему широко используется, изучается и принимается во всем мире? Одно из возможных объяснений может содержаться в работе 2004 года авторства Питера Чанга, Херба Джонсона и Майкла Шилля, в которой был проведен анализ использования модели CAPM Фама и Френча 1995 года. Они обнаружили, что акции с низким соотношением цены к балансовой стоимости, как правило, принадлежат компаниям, которые в последнее время имели не очень выдающиеся результаты и, возможно, временно непопулярны и дешевы. С другой стороны, компании с более высоким, чем рыночное, соотношением могут временно быть переоцененными, так как находятся в стадии роста.

Сортировка фирм по таким показателям, как отношение цены к балансовой стоимости или к доходности, выявила субъективную реакцию инвесторов, которая имеет тенденцию быть очень хорошей во время роста и чрезмерно отрицательной при спаде. Инвесторы также имеют тенденцию переоценивать прошлые результаты, что приводит к завышению цен на акции компаний с высоким отношением цены к прибыли (растущие) и слишком низкие у предприятий с низким (дешевые). После завершения цикла результаты часто показывают более высокую доходность для дешевых ценных бумаг и более низкую для растущих.

После критических замечаний были сделаны попытки создать лучший метод оценки, чем CAPM. ***Интертемпоральная модель определения стоимости финансовых активов Мертона*** (ICAPM) 1973 года, например, является продолжением CAPM. Она отличается использованием других предпосылок к формированию цели вложения капитала.

В CAPM инвесторы заботятся только о богатстве, которое генерируют их портфели в конце текущего периода. В ICAPM они обеспокоены не только периодическими доходами, но и возможностями потреблять или вкладывать полученную прибыль. При выборе портфеля в момент времени (t1) ICAPM-инвесторы изучают, как их богатство во время t может зависеть от таких переменных, как трудовые доходы, цены на потребительские товары и характер возможностей портфеля. Хотя ICAPM была хорошей попыткой решить недостатки CAPM, она также имела свои ограничения.

В целом, хотя модель CAPM до сих пор является одной из наиболее широко изученных и принятых, ее предпосылки критиковались с самого начала как слишком нереальные для инвесторов в реальном мире. Время от времени проводятся эмпирические исследования метода. Такие факторы, как размер, различные соотношения и ценовой импульс, ясно свидетельствуют о несовершенстве модели. При этом игнорируется слишком много других классов активов, чтобы она могла считаться жизнеспособным вариантом. Странно, что проводится так много исследований, чтобы опровергнуть модель CAPM как стандартную теорию рыночного ценообразования, и никто сегодня, кажется, уже не поддерживает модель, за которую была вручена Нобелевская премия.

Однако Модель CAPM применима. Если учесть, что она основывается на гипотезе эффективного рынка капитала (Efficient Market Hypothesis, EMH), созданной еще в начале 20-го века Л. Башелье и активно продвигаемую Ю.Фамой в 60-е годы. Данная гипотеза имеет ряд условий по способу распространению информации и действию инвесторов на эффективном рынке капитала:

- Информация свободно распространяется и доступно всем инвесторам, рынок имеет совершенную конкуренцию. Другими словами, отсутствуют инсайдеры, которые обладают большим преимуществом в принятии решений и получении сверхдоходности (выше среднерыночной).

- Любое изменение информации о компании сразу приводит к изменению стоимости ее активов (акций). Это исключает возможность использования любой активной стратегии инвестирования для получения сверхприбыли. Данная предпосылка исключает возможность арбитражных сделок, когда инвестор заранее имеет полезную информацию, тогда как цена на активы компании еще не изменилась.

- Инвесторы на эффективном рынке имеют долгосрочный горизонт вложения. Это исключает возникновение резких изменений цен на активы (акции) и кризисов.

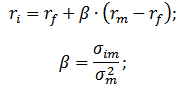
-Активы имеют высокую ликвидность и абсолютно делимы.

Именно исходя из гипотезы эффективного рынка, У. Шарп сделал предположение, что на будущую доходность акции будут оказывать влияние только рыночные (системные) риски. Другими словами, будущую доходность акции будут определять общее настроение рынка. Поэтому, кстати, он и был сторонником пассивного инвестирования, когда инвестиционный портфель не пересматривается от получения новой информации.

Следует отметить, что на эффективном рынке невозможно получить сверхприбыль. Это делает любое активное управление инвестициями (инвестиционным портфелем) нецелесообразным и ставит под сомнение эффективность вложения в ПИФы. В результате, модель У. Шарпа имеет всего один фактор – рыночный риск (коэффициент бета).

Проведем ***расчет модели CAPM в Excel.***

Учитываем, что формула оценки будущей доходности актива (акции) по модели CAPM имеет следующий аналитический вид:



где:

r – ожидаемая доходность актива (акций);

rf – доходность по безрисковому активу;

rm – среднерыночная доходность;

β – коэффициент бета (мера рыночного риска), который отражает чувствительность изменения стоимости активов в зависимости от доходности рынка. Данный коэффициент иногда называют коэффициент Шарпа.

Модель представляет собой уравнение линейной регрессии и показывает линейную взаимосвязь между доходностью (r) и рыночным риском (β);

σim – стандартное отклонение изменения доходности акции от изменения доходности рынка;

σ2m – дисперсия рыночной доходности.

Для того чтобы лучше понять модель CAPM разберем ее на реальном примере акций предприятия ОАО «Газпром». Для этого воспользуемся программой Excel. Получить котировки акций можно на сайте finam.ru в разделе «Про рынок» ­→ «Экспорт данных».

В нашей формуле за рыночную доходность будем брать изменения индекса РТС (RTSI), также это может быть индекс ММВБ (MICECX). Для американских акций зачастую берут изменения индекса S&P500. Были взяты ежедневные котировки акции и индекса за 1 год (250 данных), начиная с 31.01.2014 по 30.01.2015 г.  
Далее необходимо рассчитать доходности акции (E) и индекса (D), по формулам:

=(B7-B6)/B6

=(C7-C6)/C6

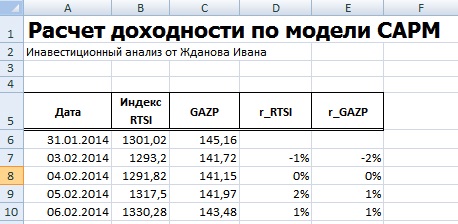


Хочется заметить, что для оценки доходностей могла быть использована также формула расчета через натуральный логарифм:

=LN(B7/B6)

=LN(C7/C6)

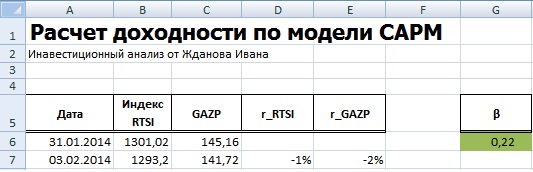
Итоговый результат расчета доходности одинаковый.



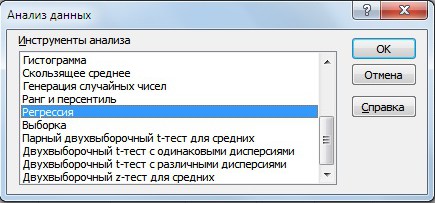
На следующем этапе необходимо рассчитать значение коэффициента бета, отражающего рыночный риск акции. Для этого есть два варианта расчета.

Для расчета коэффициента бета можно воспользоваться формулой ИНДЕКС и ЛИНЕЙН, первая позволяет взять индекс b из формулы линейной регрессии между доходностями акции и индекса, который соответствует коэффициенту бета. Формула расчета будет следующая:

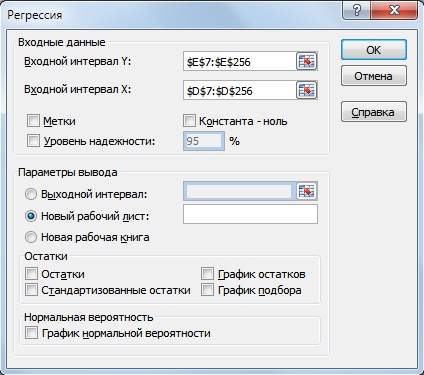
=ИНДЕКС(ЛИНЕЙН(E7:E256;D7:D256);1)



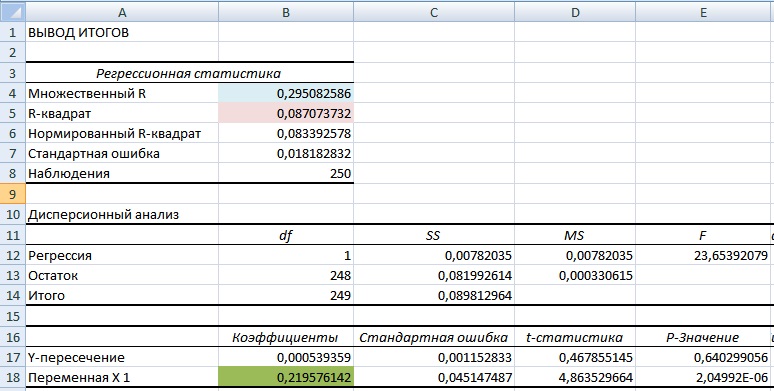
Второй вариант расчета рыночного риска модели заключается в использовании надстройки в разделе «Главное меню» → «Данные» →«Анализ данных» → «Регрессия».



В открывшемся окне необходимо заполнить два поля: «Входной интервал Y» и «Входной интервал Х» доходностями индекса и акции соответственно.



На новом листе Excel появится основные параметры модели линейной регрессии. В ячейке В18 отразится рассчитанный коэффициент линейной регрессии – коэффициент бета. Рассмотрим другие полученные параметры анализа. Так показатель Множественной R (коэффициента корреляции) между доходностью акции и индекса составляет 0,29, что показывает низкую степень зависимости доходности акции от доходности индекса. Коэффициент R-квадрат (коэффициент детерминированности) отражает точность полученной модели. Точность составляет 0,08, что очень мало для того чтобы принимать адекватные решения о прогнозировании будущей доходности на основе взаимосвязи только с уровнем риска рынка.



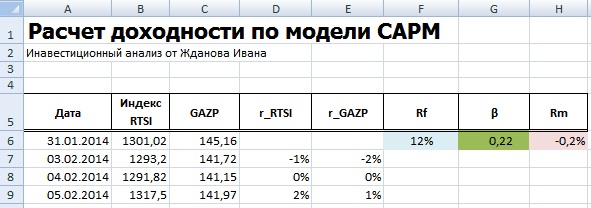
Коэффициент бета показывает чувствительность изменения доходности акции и доходности рынка. Другими словами, отражает рискованность вложения в тот или иной актив. Коэффициент бета служит мерой рыночного риска. Знак перед показателем отражает их однонаправленное или разнонаправленное движение. В нашем примере, мы получили значение бета равной 0,22 – это показывает малую степень влияния рыночного риска на доходность акции ОАО «Газпром». На следующем этапе необходимо рассчитать безрисковую ставку (rf).

Безрисковая ставка представляет собой гарантированный уровень доходности, который получил бы инвестор при осуществлении альтернативного инвестирования. На практике за безрисковую процентную ставку берут процентные ставки государственных ценных бумаг (ГКО – государственные краткосрочные бескупонные облигации, ОФЗ – облигации федерального займа  ) и (доходность 30-летних облигаций США). Доходности по российским ценным бумагам можно посмотреть на сайте ЦБ РФ «[Ставки рынка ГКО-ОФЗ](http://cbr.ru/hd_base/Default.aspx?Prtid=gkoofz_mr)». На текущий момент, процентная ставка составляет около 12% годовых. Отразим полученные данные в таблице Excel.



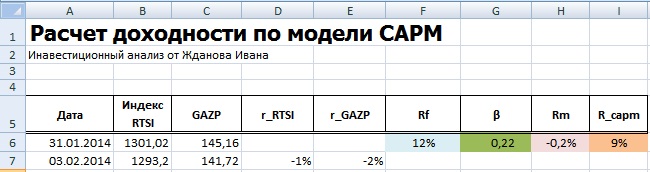
Расчет средней доходности рынка (индекса РТС) проходит простой формуле Excel:

=СРЗНАЧ(D6:D256)



Рассчитаем будущую доходность акции ОАО «Газпром» на основе модели CAPM (R\_capm). Формула оценки следующая:

=F6+G6\*(H6-F6)



Как мы видим, что по модели CAPM ожидается доходность акции ОАО «Газпром» в размере 9%, что ниже, чем доходность по безрисковому активу. Доходность рынка составила отрицательное значение (-0,2%). Это объясняется тем, что сейчас наблюдается кризис на фондовом рынке, что приводит к оттоку капитала и созданию неустойчивой инвестиционной среды.

**Итак, *к преимуществам модели*** ***CAPM*** можно отнести ее фундаментальный принцип о взаимосвязи между уровнем рыночного риска (системного риска) и уровнем будущей доходности акции.

***К недостаткам модели CAPM относятся:***

Во-первых, модель оперирует только одним фактором, влияющим на будущую доходность акции. В 1992 году Ю. Фама К. Френч доказали, что на будущую доходность также влияют такие факторы как: размер компании и отраслевая принадлежность.

Во-вторых, модель имеет ряд ограничений: модель не учитывает налоги, трансакционные затраты, непрозрачность финансового рынка и т.д.

В-третьих, для прогнозирования будущей доходности используют ретроспективный уровень рыночного риска, что приводит к ошибке прогноза.

Контрольные вопросы:

1. Что такое финансы?
2. Какие субъекты входят в финансовую систему
3. Каковы функции корпоративных финансов?
4. Какие финансовые ресурсы компании вы знаете?
5. Назовите принципы корпоративных финансов.
6. Дайте характеристику фундаментальным концепциям управления корпоративными финансами.
7. Концепция «временной стоимости денег» (И. Фишер, Дж. Уильямс)- в чем ее суть?
8. О чем говорит теория портфеля Г. Марковица?
9. Каковы основные положения теории Модильяни и Миллера?
10. Ценовая модель рынка капитала У. Шарпа – что это?

**Глава 2. Принципы управления доходами и расходами корпорации**

**2.1. Систематизация доходов корпорации**

***Доходами корпорации*** признается увеличение экономических выгод в результате поступления активов (денежных средств, иного имущества) и/или погашения обязательств, приводящее к увеличению капитала этой организации, авансы, задатки, за исключением вкладов участников (собственников имущества).

Доходы корпорации в зависимости от их характера, условий получения и предмета деятельности организации подразделяются на:

1. доходы от обычных видов деятельности;

2. прочие поступления.

Доходами от обычных видов деятельности является:

выручка от продажи продукции и товаров;

поступления, связанные с выполнением работ, оказанием услуг;

доходы от предоставления за плату во временное пользование (временное владение и пользование) своих активов по договору аренды;

предоставления за плату прав, возникающих из патентов на изобретения, промышленные образцы и других видов интеллектуальной собственности;

участие в уставных капиталах других организаций (в том случае, если это относится к предмету деятельности организации).

Все прочие доходы хозяйствующего субъекта исходя из их экономического содержания можно разделить на доходы:

♦ получаемые от операций по реализации (но за рамками основной деятельности), а также в результате иного использования активов организации; поступления, связанные с предоставлением за плату во временное пользование (временное владение и пользование) активов организации; поступления, связанные с предоставлением за плату прав, возникающих из патентов на изобретения, промышленные образцы и других видов интеллектуальной собственности; поступления, связанные с участием в уставных капиталах других организаций (включая проценты и иные доходы по ценным бумагам); прибыль, полученная организацией в результате совместной деятельности (по договору простого товарищества); поступления от продажи основных средств и иных активов, отличных от денежных средств (кроме иностранной валюты), продукции, товаров; проценты, полученные за предоставление в пользование денежных средств организации, а также проценты за использование банком денежных средств, находящихся на счете организации в этом банке;

♦ внереализационные (получение которых не связано с продажей продукции, работ, услуг или иных активов организации) – штрафы, пени, неустойки за нарушение условий договоров; активы, полученные безвозмездно, в том числе по договору дарения; поступления в возмещение причиненных организации убытков; суммы кредиторской и депонентской задолженности, по которым истек срок исковой давности, и др.

♦ право на получение которых может появиться в связи с чрезвычайными обстоятельствами, т. е. это поступления, возникающие как последствия чрезвычайных обстоятельств хозяйственной деятельности (стихийного бедствия, пожара, аварии, национализации имущества и т. п.).

***Максимизация доходов*** является важнейшей финансовой целью корпорации.

Величина доходов зависит как от цен на продукцию (услуги), так и от физического объема выпуска продукции (услуг). В свою очередь цена зависит от рыночной системы (конкурентная, монополия, олигополия.), вида продаж (опт, розница, в стране или за рубежом), вида продукции (есть ли сезонные колебания цены), региона, и т.д.

Сумма себестоимости и прибыли составляет оптовую цену корпорации. Выпуск продукции в оптовых ценах называется объемом реализации продукции (работ, услуг). Оптовая цена, увеличенная на величину НДС и акцизов составляет отпускную цену предприятия. Выпуск продукции в отпускных ценах называется выручкой. Торговля добавляет к отпускной цене торговую наценку. Получается розничная цена, по которой товар продается покупателю (Рис.2.1). Реализация товара в розничных ценах называется товарооборотом торговой организации.

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Себестоимость | Прибыль |  |  |  |
| Оптовая цена | | НДС | Акциз |  |
| Отпускная цена предприятия | | | | Торговая наценка |
| Розничная цена на продукцию (работу, услугу) | | | | |

Рисунок 2.1. - Структура цены

Обычно рассматривают две цены: продажную, обеспечивающую изготовителю нормальные условия производства, и минимальную, компенсирующую корпорации затраты при минимуме прибыли.

Различают также следующие ***виды цен:***

1. По сфере использования:

* внутренние
* внешнеторговые (мировые)

1. В зависимости от порядка ценообразования:
2. Свободные (рыночные):

* Справочные (по каталогу, etc.)
* Базовые (в зависимости от сорта, качества, etc.)
* Контрактные (базовые с учетом скидок или надбавок)
* Скользящие (устанавливают при заключении долгосрочных контрактов)
* Специфические (устанавливают, если есть особые условия в контракте)

1. Регулируемые государством, за счет:

* Налогов, льгот, пошлин, акцизов, etc.
* Государственных закупок.
* Ограничения на воз или вывоз продукции.
* Установки предельного уровня рентабельности предприятия.
* Прямой фиксации цен.
* Установки “потолка” и “пола” цены.

1. В зависимости от сферы экономики:
2. Оптовые.
3. Закупочные (по которым продает продукцию сельское хозяйство).
4. Смежные (в строительстве, научной работе, etc.)
5. Розничные.

Выручка от продаж корпорации определяется по формуле:



где *Ni* – количество произведенной и реализованной потребителям *i*-й продукции в натуральном выражении;

*Ci* – цена реализации *i*-й продукции, руб.;

*n* – количество позиций реализуемой продукции, шт.

Корпорация в условиях рынка обладает тремя степенями свободы в управлении доходами:

* установление цен и формирование затрат,
* формирование объемов реализации,
* выбор номенклатуры и ассортимента продукции.

Но этими же степенями свободы обладают и все другие участники рынка, и поэтому каждое предприятие должно учитывать не только свое поведение на рынке, но и поведение конкурентов. В условиях рынка производители продукции соревнуются за то, чтобы наиболее полно удовлетворить потребности покупателей.

Только в этом случае они могут процветать как производители продукции, выдерживая конкурентную борьбу.

### 2.2. Формирование и использование выручки от продаж продукции (работ, услуг)

Выручка, поступившая на счета корпорации и в кассу, как правило, используется на оплату счетов поставщиков сырья, материалов, комплектующих изделий, полуфабрикатов, топлива и энергии. Из нее производятся отчисления налогов в бюджеты и отчисления во внебюджетные фонды, выплата заработной платы, возмещается амортизация и производятся другие расходы, а также формируется прибыль.

Планирование объема продаж (объема реализации продукции, работ, услуг) основывается на результате анализа как внутрифирменной информации (оценки будущего объема продаж), так и внешней информации (маркетинговых исследованиях).

***Величину выручки от продаж продукции*** в плановых финансовых расчетах можно определить по формуле:

*В* = *В1* + *Вт –* В2 + ΔЦ*п*,

где *В* – выручка от реализации продукции (работ, услуг) в планируемом периоде;

В1 – остатки нереализованной продукции на начало года в оптовых ценах предприятия;

*Вт* – товарный выпуск продукции в оптовых ценах предприятия в планируемом году;

В2 – остатки нереализованной продукции на конец года в оптовых ценах предприятия;

Δ*Цп* – изменение цен реализации от свободных отпускных оптовых цен предприятия.

Учитывая временные расхождения между движением материальных ценностей (продукции) и движением денежных средств (оплата отгруженной продукции) и необходимость прогнозирования притоков и оттоков денежных средств, целесообразно в остатки нереализованной продукции на начало и конец планируемого года включать не только остатки готовой продукции на складе, но и продукцию отгруженную, но не оплаченную.

На предприятии, выпускающем широкий ассортимент продукции, обычно строятся перспективные прогнозы по каждому ее виду, которые затем суммируются и сравниваются с агрегированным прогнозом по данной группе.

Очевидно, что ***объем реализации продукции зависит от ряда факторов***, а именно от объема выпуска товарной продукции, ее ассортимента, от уровня цен, от особенностей того или иного рынка, от спроса и предложения и т.д..

Необходимо обратить внимание на формы расчетов, предусмотренные в договорах. На состояние реализации в условиях рынка активное влияние оказывают маркетинговая политика предприятия, развитие дилерской сети, оптимальное использование посреднических фирм, грамотное проведение рекламных кампаний, PR‑акций, использование возможностей Интернета и социальных сетей для продвижения продукции (работ, услуг) и др.

При изучении распределения (использования) выручки следует учесть, что основная ее часть направляется на возмещение затрат, включенных в полную себестоимость реализованных товаров, продукции, работ, услуг. Другая часть направляется на уплату налогов, сборов и отчислений, которые не включены в себестоимость, но обязательны к уплате из выручки в бюджеты различных уровней (НДС, акцизы и др.).

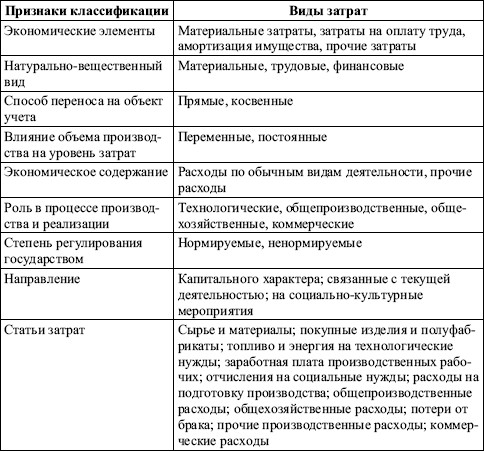
Третья часть выручки представляет собой прибыль корпорации, которая после уплаты налогов находится в полном распоряжении собственников и направляется на цели, определенные стратегией развития корпорации.

Таким образом, объем реализации или выручку от продаж корпорации необходимо планировать, учитывая существующие принципы и подходы. Однако в реальном рынке с его множеством неопределенностей правильнее говорить о прогнозировании, а не о планировании выручки.

**2.3. Классификация расходов корпорации и возможность их снижения**

Все затраты предприятия можно ***классифицировать по различным направлениям*** в зависимости от того, что положено в основу той или иной классификации. Например, по натурально‑вещественному содержанию можно выделить затраты материальные, трудовые, финансовые; по способу распределения – прямые и косвенные (табл. 2.1).

Таблица 2.1-Общая классификация затрат



В финансовом планировании весьма значимым является подразделение затрат на постоянные (условно‑постоянные) и переменные (условно‑переменные).

Необходимость изучения классификации расходов и издержек корпорации вытекает из того факта, что в конечном итоге совокупность затрат оказывает решающее влияние на формирование практически всех финансовых показателей, они являются объектом финансового планирования и контроля со стороны финансовых служб корпорации. Все затраты условно можно разделить на три основных направления:

♦ затраты капитального характера, т. е. инвестиционные затраты (затраты на воспроизводство основного и увеличение оборотного капитала), в основном связанные с расширением производства и приростом оборотных активов;

♦ затраты, связанные с текущей деятельностью, относимые на себестоимость продукции (затраты на производство и реализацию товаров, продукции, работ, услуг);

♦ затраты на социально‑культурные мероприятия.

Затраты по формированию и воспроизводству основного капитала связаны с созданием, реконструкцией и расширением основных производственных фондов. Увеличение объема производства также требует дополнительных затрат (инвестиций) на формирование запасов товарно‑материальных ценностей, заделов незавершенного производства, готовой продукции, т. е. дополнительного авансирования капитала в оборотные активы. Источником финансирования капитальных затрат являются: средства фонда накопления, амортизационные отчисления, кредиты, займы, бюджетные средства, ряд других источников.

Кроме того, к виду затрат относятся некоторые затраты по улучшение бытовых условий, инвестиционные затраты на непроизводственные нужды. Источником финансирования этих затрат в основном является чистая прибыль корпорации.

Затраты на производство и реализацию продукции (услуг) занимают значительный вес в общей сумме затрат корпорации. Они полностью возмещаются после завершения кругооборота средств за счет выручки от реализации продукции.

В соответствии с ***Положением по бухгалтерскому учету «Расходы организации» ПБУ 10/99*** расходами корпорации признаются уменьшение экономических выгод в результате выбытия активов (денежных средств, иного имущества) и/или возникновения обязательств, приводящее к уменьшению капитала этой организации, за исключением уменьшения вкладов по решению участников (собственников имущества). При этом с точки зрения бухгалтерского учета не признается расходами корпорации выбытие активов:

в связи с обретением (созданием) внеоборотных активов;

вклады в уставные капиталы других организаций;

приобретение акций и иных ценных бумаг не с целью перепродажи;

в погашение кредита, займа, полученных организацией и т. п., так как эти расходы (выбытия) регулируются другими нормативными документами в области бухгалтерского учета. ***Классификация расходов корпорации*** рассматривается следующим образом:

1. расходы по обычным видам деятельности;

2. прочие расходы:

♦ операционные расходы;

♦ внереализационные расходы.

Расходами по обычным видам деятельности являются расходы, связанные с изготовлением и продажей продукции, приобретением и продажей товаров; с выполнением работ, оказанием услуг и осуществлением других обычных видов деятельности. К ним также относится возмещение стоимости основных средств, нематериальных активов и иных амортизируемых активов, осуществляемых в виде амортизационных отчислений.

Расходы по обычным видам деятельности формируются из:

♦ расходов, связанных с приобретением сырья, материалов, товаров и иных материально‑производственных запасов;

♦ расходов, возникающих непосредственно в процессе переработки (доработки) материально‑производственных запасов для целей производства продукции, выполнения работ и оказания услуг и их продажи;

♦ расходов, возникающих в процессе продажи (перепродажи) товаров (расходы по содержанию и эксплуатации основных средств и иных внеоборотных активов, по поддержанию их в исправном состоянии);

♦ коммерческих расходов;

♦ управленческих расходов.

Для формирования организацией финансового результата деятельности от обычных видов деятельности определяется ***себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг***, которая формируется на базе расходов по обычным видам деятельности.

При формировании расходов по обычным видам деятельности должна быть обеспечена их группировка по следующим элементам:

♦ материальные затраты;

♦ затраты на оплату труда;

♦ отчисления на социальные нужды;

♦ амортизация;

♦ прочие затраты.

Прочими расходами являются:

♦ расходы, связанные с предоставлением за плату во временное пользование (временное владение и пользование) активов организации;

♦ расходы, связанные с предоставлением за плату прав, возникающих из патентов на изобретения, промышленные образцы и других видов интеллектуальной собственности;

♦ расходы, связанные с участием в уставных капиталах других организаций;

♦ расходы, связанные с продажей, выбытием и прочим списанием основных средств и иных активов, отличных от денежных средств (кроме иностранной валюты), товаров, продукции;

♦ проценты, уплачиваемые организацией за предоставление ей в пользование денежных средств (кредитов, займов);

♦ расходы, связанные с оплатой услуг, оказываемых кредитными организациями;

♦ отчисления в оценочные резервы, создаваемые в соответствии с правилами бухгалтерского учета (резервы по сомнительным долгам, под обесценение вложений в ценные бумаги и др.), а также резервы, создаваемые в связи с признанием условных фактов хозяйственной деятельности.

Прочими расходами также являются расходы, возникающие как последствия чрезвычайных обстоятельств хозяйственной деятельности (стихийного бедствия, пожара, аварии, национализации имущества и т. п.).

Таким образом, разнообразие классификаций затрат позволяет более грамотно подходить к управлению ими, учитывать места их возникновения и факторы, влияющие на их величину.

### 2.4. Принципы формирования себестоимости продукции

Себестоимость продукции включает различные виды затрат, зависящих и не зависящих от работы корпорации, вытекающих из характера производства и не связанных с ним непосредственно. В связи с этим большое значение имеет четкое определение состава затрат, которые ее формируют.

Кроме того, необходимо иметь в виду, что в корпорации часть затрат хотя и включается в себестоимость продукции в фактически произведенной сумме, но для целей налогообложения их размеры корректируются с учетом утвержденных в установленном порядке ***лимитов, норм, нормативов и ставок*** (командировочные расходы, представительские расходы, расходы по оплате процентов банков по краткосрочным кредитам и другие ( согласно положениям гл. 25 НК РФ ч. II) (2).

Для правильной организации учета затрат и калькулирования себестоимости продукции необходимо применять экономически обоснованную классификацию затрат по определенным признакам.

Расходы на производство и реализацию продукции, определяющие себестоимость, состоят из стоимости используемых в производстве продукции природных ресурсов, сырья, основных и вспомогательных материалов, топлива, энергии, основных фондов, трудовых ресурсов и прочих расходов по эксплуатации, а также внепроизводственных затрат.

***Состав и структура расходов*** на производство зависят от характера и условий производства при той или иной форме собственности, от соотношения материальных и трудовых затрат и других факторов. Расходы на производство и реализацию продукции, формирующие ее себестоимость, – один из важнейших качественных показателей коммерческой корпорации.

Затраты, включаемые в себестоимость продукции (работ, услуг), в соответствии с их экономическим содержанием группируются по следующим элементам: материальные затраты, затраты на оплату труда, отчисления на социальные нужды, амортизация основных фондов, прочие затраты.

***Материальные затраты*** включают затраты сырья, материалов, топлива, покупных комплектующих изделий и полуфабрикатов, работы и услуги производственного характера, потери от недостачи поступивших материальных ресурсов в пределах норм естественной убыли. Из материальных затрат исключается стоимость возвратных отходов.

***Затраты на оплату труда*** включают оплату труда основного производственного персонала предприятия, премии рабочим и служащим за производственные результаты, стимулирующие и компенсирующие выплаты, оплату отпуска по уходу за ребенком до достижения им определенного законодательством отпуска, затраты на оплату труда не состоящих в штате предприятия работников, занятых в основной деятельности.

Следует иметь в виду, что не все выплаты работникам фирмы включаются в себестоимость продукции; например, не включается материальная помощь, оплата дополнительных отпусков, надбавки к пенсиям, дивиденды и т. д.

Отчисления на социальные нужды включают обязательные платежи в Пенсионный фонд, Фонд обязательного медицинского страхования, Фонд социального страхования. Указанные платежи сведены в единый социальный налог.

***Суммы начисленной амортизации.*** В этой части затрат отражаются амортизационные отчисления на полное восстановление основных производственных фондов, сумма которых определяется на основании их балансовой стоимости амортизируемого имущества и действующих норм амортизации.

Прочие затраты. Последняя по порядку, но отнюдь не последняя по важности и разнообразию группа расходов на производство и реализацию продукции. В эту группу включаются некоторые виды налогов, сборов, платежей, затраты на командировки, плата сторонним организациям за пожарную и сторожевую охрану, подготовка и переподготовка кадров, оплата услуг связи, арендная плата за арендуемые основные производственные фонды, консультационные и аудиторские услуги и др.

Таким образом, именно затраты, включаемые в себестоимость продукции, должны интересовать работников корпорации прежде всего. Их минимизация позволяет максимизировать прибыль корпорации за счет внутренних факторов управления.

### 2.5. Планирование себестоимости реализуемой продукции

Размер прибыли – один из важнейших критериев оценки эффективности предпринимательской деятельности – зависит от выручки и себестоимости реализуемой продукции. Поэтому в процессе финансового планирования большое внимание уделяют прогнозированию и планированию себестоимости продукции. При этом роль основного отправного документа играет ***смета затрат на производство.***

Следует отметить, что в бухгалтерском учете и бухгалтерской отчетности выручка от реализации продукции и затраты, с ней связанные, отражаются **по методу начисления.** В финансовом планировании, в частности при планировании денежных потоков, оперативном планировании поступлений средств и платежей, важен расчет выручки и затрат **по методу оплаты***.*

Для формирования финансового результата деятельности предприятия от обычных видов деятельности определяется себестоимость проданных товаров, работ и услуг.

Планирование затрат на производство продукции начинается с разработки ***сметы затрат*** на производство (Пример – в таблице 2.2.).

В ходе расчета сметы затрат на производство определяются 3 основных вида затрат:

1. себестоимость валовой продукции – сумма элементов всех затрат;

2. производственная себестоимость товарной продукции – разность между себестоимостью валовой продукции и изменениями остатков незавершенного производства и расходов будущих периодов;

3. полная себестоимость товарной продукции – сумма производственной себестоимости товарной продукции и внепроизводственных расходов.

На основе сметы затрат и данных бухгалтерского учета переходят к расчету плановой величины себестоимости реализованной продукции. Расчет осуществляется по следующей формуле:

*Зр* = *З*1 + *Т* – *З*2,

где *Зр* – себестоимость реализуемой продукции;

З*1* – себестоимость остатков нереализованной продукции на начало планируемого года;

*Т–* себестоимость товарной продукции планируемого года, определяется на основе сметы затрат на производство и реализацию продукции;

*З2* – себестоимость остатков нереализованной продукции на конец планируемого года.

Таблица 2.2.

Смета затрат на производство и реализацию продукции: пример



Современное управление затратами, себестоимостью продукции (услуг) строится на принципах бережливого производства.

***Бережливое производство*** (lean production, lean manufacturing — англ. lean — «тощий, стройный») - в общем смысле,это деятельность, направленная на устранение действий, не добавляющих ценности конечному продукту ([услуге](http://www.e-xecutive.ru/wiki/index.php/%D0%A3%D1%81%D0%BB%D1%83%D0%B3%D0%B0)) с точки зрения потребителя. Также используется более узкое понимание – производство с использованием потока единичных изделий. Автором термина является Джон Крафчик (в настоящий момент – президент Hyundai Motor America), впервые употребивший его в 1988 году.

[***Добавленная ценность***](http://www.e-xecutive.ru/wiki/index.php?title=%D0%94%D0%BE%D0%B1%D0%B0%D0%B2%D0%BB%D0%B5%D0%BD%D0%BD%D0%B0%D1%8F_%D1%86%D0%B5%D0%BD%D0%BD%D0%BE%D1%81%D1%82%D1%8C&action=edit&redlink=1)– это деятельность, направленная на преобразование сырья или информации для того, чтобы приблизить продукт к запросам клиента (внутреннего и внешнего). Это та часть работы, за которую платит клиент. Примеры: продажа [товара](http://www.e-xecutive.ru/wiki/index.php/%D0%A2%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%80) клиенту, доставка покупки на дом. Соответственно, [потери](http://www.e-xecutive.ru/wiki/index.php/%D0%A1%D0%B8%D1%81%D1%82%D0%B5%D0%BC%D0%B0_LEAN%2BTraining._%D0%92%D0%B8%D0%B4%D1%8B_%D0%BF%D0%BE%D1%82%D0%B5%D1%80%D1%8C) – это все операции, которые требуют затрат ресурсов, но не увеличивают ценность готового товара или услуги.

В настоящее время выделяют ***три симптома наличия потерь (3MU):***

1. Muda (бесполезные действия).
2. Muri (перегрузка).
3. Mura (неравномерность).

Тайити Оно, основатель производственной системы компании Тойота, выделяет также ***семь типов бесполезных действий,***которых следует избегать при управлении:

1. Перепроизводство (в офисной деятельности - переизбыток информации) - поставлять в следующий процесс больше, чем ему требуется. Пример - закупать больше, чем успеваем продать по сроку годности.
2. Ожидание. Пример – наблюдать за работой оборудования, ожидать подписи начальника.
3. Ненужная транспортировка. Пример – ходьба за документами, перемещение изделия с места на место без изменения его состояния.
4. Избыточная работа. Пример - сбор дополнительной информации для 100% точности, если достаточно приближенных оценок.
5. Излишние запасы (чаще всего возникают в результате перепроизводства).
6. Ненужные движения. Пример – поиск необходимого инвентаря, требуемых для работы файлов.
7. Переделывание (исправления ошибок).

Иногда к ним добавляют восьмой тип – нереализованный потенциал сотрудников (все, что они могут сделать, но не делают, например, из-за невостребованности своих навыков на конкретном предприятии).

Часто все операции делят на две части: ***добавляющие и не добавляющие ценности***. Но более точным будет подразделение на три типа (так называемый принцип ценностного управления корпорацией):

1. ***Операции, добавляющие ценность (Value-Adding Work, AV)*** – т.е. те операции, которые потребитель готов оплачивать. Их нельзя исключить из процесса, но можно усовершенствовать.
2. ***Операции, не добавляющие ценности (Non-Value-Adding Work)*** – т.е. операции, в результате которых не создается дополнительная ценность для потребителя, но которые необходимы для того, чтобы стало возможным выполнение работ, добавляющих ценность. К работам такого типа можно отнести проведение проверок, контроль качества, организация работы с персоналом, бухгалтерский учет и т.п. Такие операции еще называют muda первого рода (M1).
3. ***Прямые потери (Waste)*** – т.е. работы, которые сами по себе не добавляют ценности и при этом не способствуют ее добавлению. Прямые потери еще называют muda второго рода (M2).

Использование трех категорий позволяет избежать разногласий и конфликтов, поскольку мало кому хочется признавать, что его работа не добавляет продукции ценности в глазах потребителя. Операции, не добавляющие ценности (в т. ч. прямые потери), являются кандидатами на устранение. Операции, добавляющие ценность, являются кандидатами на усовершенствование для обеспечения стабильности процесса (что означает также отсутствие перегрузок и неравномерности) или сокращения времени их выполнения.

Принцип бережливого производства предполагает использование ***целого набора инструментов:***

* ***Кайдзен (Kaizen)*** – философия непрерывного совершенствования, улучшения небольшими шагами, в противовес масштабным и дорогим инвестициям;
* ***Карта потока создания ценности (VSM - Value Stream Mapping);***
* Управление всей цепью поставок (***TFM – Total Flow Maintenance***), поставка изделий «точно вовремя» [(J***IT – Just-in-Time***)](http://www.e-xecutive.ru/wiki/index.php/JIT);
* ***Упорядочение (5S);***
* ***Быстрая переналадка (SMED – Single-Minute-Exchange-of-Die);***
* Уход за оборудованием силами самих операторов (***TPM – Total Productive Maintenance)*** и т.п.

В нашей стране отдельные элементы бережливого производства (с другим названием) применялись в рамках научной организации труда.

Принципы бережливого производства в значительной степени применимы и в сфере услуг, и в офисной деятельности (Бережливые услуги (Lean Services), Бережливый офис (Lean Office)).

Но при этом следует учитывать:

* Не предполагается изготовление «материального» продукта, «незавершенным производством» являются услуги, находящиеся в процессе их оказания;
* Необработанные документы, заявки, электронные письма также являются "незавершенным производством" (в офисной деятельности);
* Время оказания и стоимость услуг для различных категорий потребителей может существенно варьироваться.
* Из потребителя нельзя создать "запасы", необходимо поддерживать время ожидания услуги на приемлемом для него уровне.

Важным показателем для потребителя услуг является ***время выполнения заказа*** (оказания услуги). Время выполнения заказа можно определить как отношение количества услуг, находящихся в процессе их оказания ("объем незавершенного производства") к средней скорости выполнения работы.

Сократить "объем незавершенного производства" можно через создание системы "вытягивания" (управление поступлением заказов в обработку на основании их приоритетов и количества уже обработанных заказов). Повысить скорость выполнения работы можно через сокращение бесполезных действий.

При всей логичности бережливого производства ("найди потерю и устрани ее") попытки его внедрения в полном объеме чаще всего терпят неудачу, поскольку акцент делается на овладении несколькими практическими инструментами, а трансформации компании при этом не происходит.

На примере компании "Тойота" можно сказать, что для полноценного ***внедрения принципов бережливого производства*** требуется формирование ***новой корпоративной культуры***, в которой будет присутствовать такие составляющие, как:

1. Способность создавать системы «обнаружения» операционных проблем и решать их в момент и в месте их появления;
2. Способность людей обмениваться знаниями, полученными в ходе решения проблем, в масштабе всей компании, а также развитие у сотрудников умений и навыков быстродействия и личной эффективности;
3. Признание того, что менеджеры не знают всех ответов на все вопросы, и необходимо поощрять поиск решений и давать право на ошибку, а также предоставлять соответствующие полномочия в управлении.

Компаний, готовых трансформировать свою культуру подобным образом, очень мало не только в России, но и в мире. Поэтому про масштабные успехи при внедрении бережливого производства слышно так редко.

Для многих компаний, не готовых менять культуру, вполне возможно ***применить краткосрочную программу*** снижения издержек или увеличения объемов производства/ оказания услуг, проводимую сверху вниз, жестко управляемую со стороны руководства и не требующую специального обучения широкого круга сотрудников. Это не будет в полной мере бережливым производством (хотя при этом могут использоваться отдельные его инструменты), но даст относительно быстрый, хотя и ограниченный эффект.

Таким образом, принципы бережливого производства лежат в основе управления затратами современной корпорации. Их изучение и внедрение позволяет достичь существенных результатов в максимизации финансовых результатов и стоимости компании (с точки зрения стоимостного подхода).

**2.6.Принципы управления прибылью корпорации**

Прежде всего прибыль нужно рассмотреть как экономическую категорию, научную абстракцию, выражающую определенные производственные экономические отношения по поводу формирования и использования совокупного национального продукта (ВВП), стоимости и прибавочной стоимости (прибавочного продукта). ***Прибыль как экономическая категория*** отражает доход, созданный в процессе предпринимательской деятельности. В настоящее время используется несколько понятий прибыли: бухгалтерская, валовая, прибыль до налогообложения, чистая.

Бухгалтерская прибыль (убыток) есть ***конечный финансовый результат,*** выявленный в отчетном периоде на основании бухгалтерского учета всех хозяйственных операций организации и оценки статей бухгалтерского баланса. Валовая прибыль – это разница между нетто‑выручкой от продажи товаров, продукции, работ, услуг и себестоимостью этих продаж без условно‑постоянных управленческих расходов и затрат по сбыту (коммерческих расходов).

***Прибыль от продаж*** определяется как финансовый результат от реализации продукции работ и услуг и представляет собой разность между нетто‑выручкой и полной себестоимостью продукции.

***Чистая прибыль*** формируется в соответствии с ПБУ 4/99 в отчете о прибылях и убытках, по своему содержанию соответствует нераспределенной прибыли. Прибыль (убыток) до налогообложения по существу представляет собой балансовую прибыль.

Оптимальное управление финансовыми ресурсами и затратами, планирование прибыли связано также с понятием маржинальной прибыли.

***Маржинальная прибыль (GM)***– это разница между полученными доходами и и переменными расходами.

При маржинальном подходе используют следующие *основные показатели:*

Удельная маржинальная прибыль *(GMgm)*

Маржинальная прибыль по продукции в целом *(GMnp)*

Общая сумма маржинальной прибыли по предприятию *(GM)*

Коэффициент маржинальной прибыли *(KGM)*

Прибыль предприятия (*П*)

Для их расчета применяют следующие формулы:

*GMgm = p – а,*

где *p* – цена единицу продукции,

*а* – прямые затраты на единицу продукции

*GMnp = GMgm × Q,*

где Q – обьем выпуска

*GM = S – V*

*KGM* = *GMgm/S*

*П = GM – F,*

где F – постоянные расходы

Рассматривая прибыль как экономическую категорию, необходимо выделить выполняемые ею функции. В современной экономической науке не сложилось единого мнения, что относить к функциям прибыли. Как правило, выделяют две основные функции прибыли – измеритель (мера) эффективности бизнес-процессов и стимулирующую функцию.

***Функция прибыли как меры эффективности бизнес-процессов*** заключается в том, что именно прибыль и рентабельность являются основными показателями успешности деятельности корпорации и предопределяют принятие таких решений, как выход корпорации на новые рынки сбыта, перемещение капитала из одних отраслей в другие, слияния и поглощения, выход на фондовый рынок и т. п.

***Стимулирующая функция прибыли*** предопределена тем, что она позволяет получать не только личный доход акционерам компании, связанный с выплатой дивидендов, но и создает возможности для наращивания капитала, а, соответственно, и увеличения объема производства; повышению стоимости капитала корпорации; роста сегмента рынка, на котором действует корпорация; появления возможности выхода на новые рынки сбыта, что, в свою очередь, приводит к увеличению рабочих мест и росту налоговых поступлений в бюджет.

Таким образом, прибыль одновременно является ***финансовым результатом и основным элементом финансовых ресурсов*** корпорации. Реальное обеспечение ***принципа самофинансирования*** определяется полученной прибылью. Доля чистой прибыли, оставшейся в распоряжении корпорации после уплаты налогов и других обязательных платежей, должна быть достаточной для финансирования расширения бизнес-деятельности, научно‑технического и социального развития корпорации, материального поощрения работников.

### 2.7. Принципы распределения и использования прибыли

Объектом распределения является в первую очередь прибыль до налогообложения предприятия. Под ее распределением понимается направление прибыли в бюджет и по статьям использования в корпорации. Законодательно распределение прибыли регулируется в той ее части, которая поступает в бюджеты разных уровней в виде налогов и других обязательных платежей. Определение направлений расходования прибыли, остающейся в распоряжении корпорации, структуры статей ее использования находится в компетенции самой корпорации.

***Принципы распределения прибыли*** формулируются следующим образом:

♦ прибыль, получаемая предприятием в результате производственно‑хозяйственной и финансовой деятельности, распределяется между государством и предприятием как хозяйствующим субъектом;

♦ прибыль для государства поступает в соответствующие статьи бюджета в виде налогов и сборов, ставки которых не могут быть произвольно изменены. Состав и ставки налогов, порядок их исчисления и взносов в бюджет устанавливаются законодательно;

♦ величина прибыли предприятия, оставшейся в его распоряжении после уплаты налогов, не должна снижать его заинтересованности в росте объема производства и улучшении результатов производственно‑хозяйственной и финансовой деятельности;

♦ прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия, в первую очередь направляется на накопление, обеспечивающее его дальнейшее развитие, и только в остальной части – на потребление.

В корпорации распределению подлежит чистая прибыль, т. е. прибыль, оставшаяся в распоряжении предприятия после уплаты налогов и других обязательных платежей.

Распределение чистой прибыли отражает существующую ***дивидендную политику*** корпорации, процесс формирования фондов и резервов для финансирования потребностей производства и развития социальной сферы. Распределение чистой прибыли – одно из направлений внутрикорпоративного планирования, значение которого в условиях рыночной экономики возрастает. Порядок распределения и использования прибыли в корпорации фиксируется в уставе АО и определяется положением, которое разрабатывается соответствующими подразделениями экономических служб и утверждается руководящим органом корпорации. В соответствии с уставом могут составлять сметы расходов, финансируемых из прибыли, на развитие производства, социальные нужды трудового коллектива, на материальное поощрение работников и благотворительные цели.

К расходам, связанным с ***развитием производства***, относятся расходы на научно‑исследовательские, проектные, конструкторские и технологические работы, финансирование разработки и освоения новых видов продукции и технологических процессов, затраты по совершенствованию технологии и организации производства, модернизации оборудования, затраты, связанные с техническим перевооружением и реконструкцией действующего производства, расширением предприятий. В эту же группу расходов включаются расходы по погашению долгосрочных ссуд банков и процентов по ним.

Распределение прибыли на ***социальные нужды*** включает расходы по эксплуатации социально‑бытовых объектов, находящихся на балансе предприятия, финансирование строительства объектов непроизводственного назначения, организации и развития подсобного сельского хозяйства, проведения оздоровительных, культурно‑массовых мероприятий и т. п.

К расходам на ***материальное поощрение*** относятся расходы на оказание материальной помощи рабочим и служащим, единовременные пособия ветеранам труда, уходящим на пенсию, надбавки к пенсиям, компенсация работникам удорожания стоимости питания в столовых, буфетах предприятия в связи с повышением цен и др.

Вся прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия, подразделяется на две части. Первая увеличивает имущество предприятия и участвует в процессе ***накопления***. Вторая характеризует долю прибыли, используемой на ***потребление***.

Нераспределенная прибыль в широком смысле как прибыль, использованная на накопление, и нераспределенная прибыль прошлых лет свидетельствуют о финансовой устойчивости корпорации, о наличии источника для последующего развития.

Таким образом, для корпорации важно не только заработать высокую чистую прибыль, но и эффективно распределить ее, учитывая интересы участников бизнес-процессов, цели дальнейшего развития корпорации, а также цели обогащения акционеров.

### 2.8. Планирование прибыли

Экономически обоснованное определение размера прибыли имеет большое значение для корпорации, позволяет правильно оценить его финансовые ресурсы, размер платежей в бюджет, возможности расширенного воспроизводства и материального стимулирования работников. От объема прибыли, кроме этого, зависит и реализация дивидендной политики акционерного предприятия.

Методы прогнозирования и планирования финансовых результатов в настоящее время не регламентированы, но достаточно подробно описаны в литературе. Наиболее известны два традиционных способа планирования прибыли – метод прямого счета и аналитический, которые применяют с определенными ограничениями и сегодня. Кроме того, используются факторный и маржинальный методы планирования прибыли. Рассмотрим их подробнее.

***Метод прямого счета.*** Прямой счет основан на том, что количество реализуемой продукции (объем продаж) по каждой номенклатурной позиции умножают последовательно на цену реализации и на себестоимость каждой единицы. Разница между суммами обоих произведений по всем позициям номенклатуры составляет планируемый объем прибыли. По несравнимой продукции себестоимость каждой единицы должна определяться по плановым единичным калькуляциям. При этом используют формулу

*П* = *В – З*

или

*П = П1 + ПТ – П2,*

где *П–* прибыль;

*В* – выручка от реализации продукции по оптовым ценам;

*З* – полная себестоимость реализуемой продукции, которая включает в себя себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг, коммерческие и управленческие расходы;

*П1* и *П2* – соответственно прибыль в остатках нереализованной продукции на начало и конец планового года;

*ПТ* – прибыль в товарной продукции планового года, определяемая исходя из плана производства по развернутой номенклатуре, плановых калькуляций по каждому изделию, смет управленческих и коммерческих расходов.

Прибыль в переходящих остатках готовой продукции обычно рассчитывают по всей их совокупности. Поскольку остатки учитывают по условно‑производственной себестоимости, то и прибыль по ним исчисляют как разницу между суммой входных и выходных остатков в ценах реализации и по производственной себестоимости. Все коммерческие и управленческие расходы условно относят на выпуск товарной продукции. Прибыль в переходящих остатках можно также исчислять исходя из производственной себестоимости и уровня рентабельности (себестоимости за 4‑й квартал соответственно отчетного и планового года).

Бухгалтерский учет реализованной продукции осуществляется по методу начислений, т. е. реальное движение денег за отгруженную продукцию не совпадает с движением материальным. В финансовом планировании важно определить реальное получение прибыли, поэтому целесообразно при расчете прибыли в остатках нереализованной продукции в указанные остатки включать помимо остатков на складе товары отгруженные, но неоплаченные.

Прямой счет методически чрезвычайно прост, но при большом количестве наименований продукции трудоемкость его значительно возрастает. Расчет требует:

♦ определения ассортимента по всем позициям номенклатуры;

♦ составления калькуляций по всем изделиям сравнимой продукции;

♦ исчисления плановой себестоимости и договорных цен по несравнимой продукции, что, в свою очередь, предполагает разработку сметы производства по всем элементам;

♦ установление цен реализации выпускаемой продукции.

Большим недостатком метода является то, что он не позволяет выявить факторы, влияющие на размер прибыли в плановом периоде.

В современных условиях хозяйствования метод прямого счета можно использовать при планировании прибыли только на очень короткий период времени, пока не изменились цены, зарплата и другие обстоятельства. Это исключает его применение при годовом и перспективном планировании прибыли.

### *Аналитические методы планирования прибыли.* Находят применение при укрупненном (перспективном) планировании, а также на стадии составления предварительных расчетов для бизнес‑плана в отраслях с широким ассортиментом продукции, а также как дополнение к прямому методу. Базой расчета могут служить затраты на 1 тыс. руб. товарной продукции, базовая рентабельность, а также совокупность отчетных показателей деятельности предприятия (факторный метод).

С учетом затрат на 1 тыс. руб. товарной продукции прибыль планируют по всему выпуску товарной продукции «сравнимой и несравнимой» по следующей формуле:

*П* = *Т ×* (1000– З)/1000,

где *П* – валовая прибыль от выпуска товарной продукции;

*Т* – товарная продукция в ценах реализации предприятия;

*З* – затраты, руб., на 1 тыс. руб. товарной продукции.

Приведем пример.Выпуск товарной продукции в ценах реализации в плановом периоде составит 300 млн руб. Затраты на 1 тыс. руб. продукции равны 900 руб. Валовая прибыль на 1 тыс. руб. выпуска продукции достигнет 100 руб. (1000 – 900), на весь товарный выпуск – 30 млн руб. (300 × 100/1000).

Для определения общей суммы прибыли от продаж полученный результат корректируют на изменение прибыли в переходящих остатках готовой продукции.

При планировании прибыли *на основе базовой рентабельности* рентабельность отчетного года (отношение валовой прибыли по товарной продукции к ее себестоимости) принимается за базу и корректируется на прогнозируемые изменения в планируемом году. В целях сопоставления с плановым годом всю ожидаемую валовую прибыль за отчетный год корректируют на изменение цен. Отдельно рассчитывают прибыль по несравнимой товарной продукции, прибыль в переходящих остатках нереализованной продукции и прибыль от продаж в планируемом году.

При расчете прибыли по сравнимой товарной продукции анализируют влияние на нее изменений по сравнению с отчетным годом отдельных факторов: себестоимости продукции, ее ассортимента и качества, цен реализации. ***Расчет включает девять стадий:***

1. Расчет прибыли по сравнимой товарной продукции на основании базовой рентабельности. При этом в целях сопоставимости производится пересчет всей сравнимой товарной продукции планового года на себестоимость отчетного года исходя из предусмотренного ее изменения.

2. Определение влияния изменения себестоимости сравнимой товарной продукции на прибыль. Для этого сопоставляют сравнимую товарную продукцию планового года по себестоимости отчетного и планового года. Разница – сумма прибыли (убытка) от изменения себестоимости.

3. Определение влияния на прибыль по сравнимой товарной продукции изменений в ассортименте. Рассчитывают средний уровень рентабельности при структуре выпуска продукции отчетного и планового года. Разница показывает отклонение рентабельности из‑за изменения ассортимента.

4. Расчет влияния качества на прибыль по сравнимой товарной продукции. Он производится на основании коэффициента сортности. Определяют удельный вес каждого сорта выпускаемых изделий в общем объеме производства и соотношение между ценами на отдельные сорта. Цену 1‑го сорта принимают за 100 %, цену 2‑го сорта исчисляют в процентном отношении к цене 1‑го сорта и т. д.

5. Расчет влияния на прибыль изменений цен реализации товарной продукции. Определяют товарную продукцию, на которую введены новые цены, влияние рассчитывается как произведение указанной продукции в ценах реализации и изменение цен (в процентах).

6. Исчисление прибыли в переходящих остатках нереализованной продукции. Себестоимость переходящих остатков умножают на рентабельность продукции соответственно отчетного и планового года.

7. Расчет прибыли от продаж. Определяют валовую прибыль с учетом влияния рассмотренных факторов и прибыль в переходящих остатках нереализованной продукции и включают коммерческие и управленческие расходы, планируемые отдельно на основе смет.

8. Определение прибыли по несравнимой товарной продукции. Эту прибыль находят прямым методом как разницу между ценой реализации предприятия и себестоимостью изделий. Если цены не установлены, прибыль исчисляют по среднему уровню рентабельности.

9. Расчет общей прибыли от продаж. Суммируют прибыль от продаж сравнимой и несравнимой продукции.

Для исчисления конечного финансового результата кроме прибыли от продаж, рассчитывают результаты от операционных и внереализационных доходов и расходов.

***Факторный метод.*** Факторный метод планирования прибыли включает четыре этапа.

1. Определение базовых показателей отчетного периода.В качестве таких показателей применяют: валовую прибыль; прибыль от продаж; прочие доходы и расходы; себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг; выручку от продажи товаров, продукции, работ, услуг; структуру себестоимости по элементам затрат.

2. Постановка задач хозяйственной деятельности.В качестве таких задач могут выступать рост объема производства, снижение себестоимости, увеличение прочих доходов и т. д.

3. Определение индексов инфляции.Индексы инфляции рассматривают на базе собственных аналитических наблюдений, прогнозных экспертных оценок специалистов, прогнозов, публикуемых в печати, и т. д. Рекомендуется применять следующие важнейшие индексы инфляции:

♦ индекс роста цен на выпускаемую продукцию;

♦ индекс роста цен на потребляемые материальные ценности;

♦ индекс роста расходов на оплату труда и отчисления на социальные нужды;

♦ индекс изменения амортизационных отчислений, связанных с переоценкой основных фондов;

♦ индекс роста прочих затрат.

4. Расчет прибыли исходя из целей хозяйствования, инфляции, базовых показателей. ***Маржинальный метод планирования прибыли.*** Этот метод основан на использовании показателей маржинальной прибыли *(GM),* удельной маржинальной прибыли (*GMgm*), коэффициента маржинальной прибыли (*KGM*):

♦ Расчет удельной маржинальной прибыли на единицу продукции:

*GMgm* = *p – a,*

где *p* – цена единицы продукции; *a* – прямые затраты на единицу продукции.

♦ Расчет маржинальной прибыли по виду продукции:

*GMпр* = *GMgm × Q ,*

где *Q* – обьем выпуска.

♦ Расчет общей маржинальной прибыли по предприятию:

*GM* = Σ*GMпр* .

♦ Расчет прибыли от продаж:

*П* = Σ*GMпр* – *F* или *П* = *GM* – *F* .

♦ Расчет прибыли до налогообложения:

*Пн/о = П + (ОД– ОР) + (ВД – ВР).*

При необходимости финансового планирования ***исходя из целевой чистой прибыли*** прибыль до налогообложения рассчитывается обратным методом. Вначале определяется необходимый размер чистой прибыли, обеспечивающий реализацию программы развития предприятия, удовлетворения интересов акционеров, мотивацию успешной деятельности работников и т. д.

*Пн/о* = *NP/(1 – N* ) +*/*– отложенные налоговые активы (обязательства),

где *NP* – чистая прибыль; *N* – ставка налога на прибыль.

Таким образом, существуют разные методы подхода к планированию и прогнозированию прибыли, которая является, по сути, целевым конечным результатом деятельности корпорации.

### 2.9. Порог рентабельности (точка безубыточности). Запас финансовой прочности

Существует определенное взаимовлияние и взаимозависимость затрат, объема производства и прибыли. Известно, что при соблюдении всех прочих равных условий темпы роста прибыли всегда опережают темпы роста выручки. При росте объема реализации продукции доля постоянных затрат в структуре себестоимости продукции снижается и появляется «эффект дополнительной прибыли».

Анализ безубыточности (анализ соотношения «затраты – объем производства – прибыль», ***СVР‑анализ***) в настоящее время широко используется для определения:

♦ критического объема производства для безубыточной работы;

♦ зависимости финансового результата от изменений одного из элементов соотношения;

♦ запаса финансовой прочности предприятия;

♦ оценки производственного риска;

♦ целесообразности собственного производства или закупки;

♦ минимальной договорной цены на определенный период;

♦ планирования прибыли от продаж и т. д.

Анализ безубыточности основан на ряде допущений.

Во‑первых,затраты можно разделить на постоянные и переменные. Ряд затрат предприятия может содержать как переменную, так и постоянную части – так называемые смешанные затраты (к ним чаще всего относятся расходы на электроэнергию, транспорт, содержание и эксплуатацию оборудования). Смешанные затраты подлежат дифференциации на постоянную и переменную части. Следует также учитывать, что сохранение постоянных издержек на одном уровне возможно только в ограниченном диапазоне объемов производства.

Во‑вторых,зависимость между объемом продаж и переменными издержками линейная. В реальной жизни переменные издержки могут изменяться в другой пропорции.

В‑третьих,остается неизменным ассортимент изделий.

В‑четвертых,объем производства и реализации в прогнозируемом периоде равны.

Данные допущения соответствуют условиям массового производства с достаточно непродолжительным производственным циклом, что дает возможность широкого применения анализа безубыточности на таких предприятиях.

Основной составной частью анализа безубыточности является определение ***«точки безубыточности» («порога рентабельности», «мертвой точки»).***

Точка безубыточности соответствует такому минимальному объему продаж, при котором выручка покрывает все издержки предприятия, связанные с производством и реализацией продукции.

При расчете точки безубыточности надо учитывать, что в модели линейной зависимости точка безубыточности может быть одна, в то время как на практике функция затрат носит нелинейный характер и может пересекать линию объемов производства в нескольких местах. Поэтому анализ должен точно очерчивать границы роста объемов производства, когда допущения линейного характера зависимости оправданы производственными условиями.

*Qmin* = *F/P – a*.

Или в денежном выражении:

*Вmin* = *F/*(1– *в*),

где *Q* – количество единиц продукции;

*Р* – цена единицы продукции;

*F* – расходы постоянные;

*V* – расходы переменные;

*а* – величина переменных затрат в цене единицы продукции;

*в* – доля переменных затрат в базовой выручке.

Величина прибыли при запланированных объемах производства и продаж будет равна:

*П* = *Р×Q – F – a × Q.*

***Запас финансовой прочности*** (кромка безопасности) показывает, насколько можно сокращать объем производства, не неся при этом убытки. В абсолютном выражении он определяется

*Зф* = *Qпл* – *Qmin*,

где *Опл* – плановый обьем производства продукции в натуральном выражении;

*Qmin* – минимальный обьем продукции, соответствующий точке безубыточности.

В относительном выражении:

*Зф* = *Qпл* – *Qmin /Qпл*.

В стоимостном выражении:

*Зф* = *Qпл × Р* – *Qmin × Р* ,

где *Р* – цена изделия.

Таким образом, принцип самоокупаемости корпорации на практике реализуется через управление финансами с помощью точки безубыточности и запаса финансовой прочности.

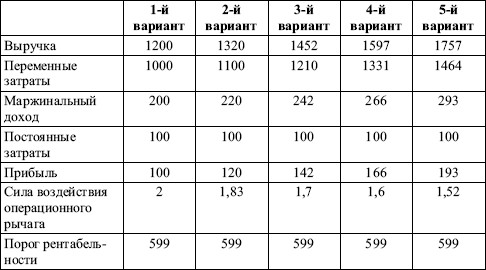
### 2.10. Операционный рычаг, сила его воздействия

Основными элементами себестоимости являются ***постоянные и переменные затраты***, причем соотношение их может быть различным и определяется технической и технологической политикой, выбранной в организации. Изменение структуры себестоимости может существенно повлиять на величину прибыли.

Операционный рычаг – потенциальная возможность влиять на прибыль путем изменения структуры себестоимости и объема выпуска и реализации продукции. Пример расчета силы воздействия операционного рычага приводится в таблице 2.2.

Таблица 2.2.

Пример расчета силы воздействия операционного рычага



Таким образом, любое изменение выручки влечет за собой еще большее изменение прибыли. При изменении выручки на 10 % прибыль возросла на 20 % в первом варианте, на 18,3 – во втором варианте, на 17 % – в третьем и т. д.

Сила воздействия производственного (операционного) рычага определяется отношением маржинальной прибыли (дохода) к прибыли и показывает, насколько изменится прибыль при изменении выручки на 1 %.

Положительное воздействие производственного (операционного) рычага начинает проявляться только после того, как корпорация преодолеет точку безубыточности своей операционной деятельности. Наибольшее положительное воздействие операционного рычага достигается в поле, максимально приближенном к точке безубыточности.

По мере дальнейшего наращивания объема реализации и удаления от точки безубыточности эффект производственного рычага начинает снижаться, каждый последующий процент прироста объема реализации продукции будет приводить к все меньшему темпу прироста прибыли. Механизм операционного рычага имеет и обратную направленность – при любом снижении объема реализации продукции в еще большей степени будет уменьшаться размер валовой операционной прибыли.

Понимание механизма проявления операционного рычага позволяет целенаправленно управлять соотношением постоянных и переменных затрат в целях повышения эффективности текущей деятельности корпорации.

**Контрольные вопросы:**

1. Что входит в доходы корпорации?
2. Как планировать выручку от продаж?
3. Каковы принципы формирования себестоимости?
4. Как определяется прибыль корпорации?
5. Что такое точка безубыточности и как ее рассчитать?
6. Как определить запас финансовой прочности корпорации?
7. В чем смысл эффекта операционного рычага?

**Глава 3. Принципы управления капиталом корпорации**

**3.1.**. **Принципы формирования оптимальной структуры капитала корпорации**

***Капитал*** *–* это стоимость, авансированная (инвестированная) в производство (предприятие) с целью извлечения прибыли (воспроизводства новой стоимости).

В теоретической трактовке понятия «капитал» проявляются разные его аспекты. Так, в ряде источников капитал принято рассматривать как денежную сумму, вкладываемую капиталистом в предприятие с целью получения прибыли. Эта сумма как источник средств находит свое отражение в пассиве баланса, при этом капитал выступает как совокупность средств производства, представленных в статьях актива баланса. По источникам средств различают ***собственный и заемный капитал***, а по функциональной принадлежности выделяют ***основной и оборотный капитал***.

Сложность управления капиталом корпорации состоит в том, что в процессе текущей деятельности происходят непрерывные изменения, связанные с увеличением или уменьшением как общей величины капитала, так и отдельных его составляющих. При этом отличается стоимость различных источников, которая является выражением требуемой доходности на вложенный капитал со стороны разных инвесторов. Выбор оптимального соотношения между различными источниками капитала должен максимально повысить доходность всего капитала корпорации.

Проблемам формирования и увеличения капитала как источника средств уделяется самое пристальное внимание как со стороны собственников, так и со стороны государственных органов, кредитных организаций, финансовых служб предприятий. Это связано с необходимостью всесторонней оценки финансовых последствий, касающихся изменения стоимости корпорации, возможной потери ее финансового независимости, а также правовых последствий, которые могут повлечь за собой потерю собственниками контроля над предприятием.

***Собственный капитал*** – это совокупность средств, принадлежащих владельцам корпорации на правах собственности, участвующих в процессе производства и приносящих прибыль. Способность капитала к росту отражает его деление на инвестированную часть, т. е. вложенную собственниками в предприятие, и накопленную часть, созданную эффективной деятельностью предприятия.

***Инвестированный капитал*** представлен в пассиве баланса уставным капиталом и эмиссионным доходом в составе добавочного капитала.

***Накопленная часть*** капитала возникает в результате распределения чистой прибыли на отчисления в резервный капитал и за счет увеличения нераспределенной прибыли прошлых лет. Изменение каждого из перечисленных элементов является следствием как решений в области финансового управления корпорацией, так и выполнения определенных требований налогового, бухгалтерского и правового законодательства.

Акционерное законодательство предъявляет требования к минимальному размеру капитала, свободного от обязательств, и к его соотношению с величиной уставного капитала. Для выполнения этих требований акционерные общества должны регулярно производить оценку стоимости чистых активов, информация о которой должна быть раскрыта в бухгалтерской отчетности. Приказом Минфина РФ и ФКЦБ от 29.01.03. № 10н, 03‑6 / пз установлен следующий ***порядок расчета стоимости чистых активов*** по данным баланса:

чистые активы =собственный капитал и резервы + доходы будущих периодов – задолженность учредителей по взносам в уставный капитал.

Причины изменений состава и величины собственного капитала предприятия, представленных в разделе баланса «Капитал и резервы», можно проследить по данным ф. 3 «Отчет об изменениях капитала».

В состав собственного капитала корпорации входят:

♦ уставный (складочный) капитал;

♦ добавочный капитал;

♦ резервный капитал;

♦ нераспределенная прибыль и прочие резервы.

Под структурой капитала понимается долевое соотношение между собственным и заемных капиталом. Различают ***текущую*** (на данный момент), ***целевую и оптимальную структуры***.

Так, целеваяструктура капитала характеризует желаемое соотношение заемных и собственных средств. На выбор целевой структуры оказывают влияние различные факторы: доступность и стоимость различных источников, отношение к риску различных групп собственников, уровень коммерческого риска предприятия и др.

Оптимальнаяструктура капитала обеспечивает такое соотношение риска и доходности по привлекаемым источникам, которое способствует ***максимизации рыночной стоимости*** корпорации.

При выборе источников финансирования и расширения деятельности своего предприятия руководство заинтересовано в том, чтобы средневзвешенная цена капитала росла при условии:

♦ опережающего роста показателя *EPS;*

♦ рыночной оценки стоимости капитала предприятия.

Эти показатели выступают основными критериями оптимизации структуры капитала.

Выбор альтернативных источников финансирования может опираться также на так называемую ***модель точек безразличия***. В этой модели устанавливается зависимость показателя прибыли на акцию *(EPS)* от прибыли от продаж *(EBIT)* при различных сочетаниях долгосрочных источников финансирования.

Основной целью анализа в данной модели является определение величины прибыли от продаж, при которой достигается равенство показателя прибыли на акцию для альтернативных источников. Точка равновесия находится по следующей формуле:



где *N1* – количество акций с учетом нового выпуска;

*N2* – прежнее количество акций в обращении;

*D″* – величина заемного капитала с учетом привлечения новых кредитов, облигационных займов;

*Dпр* – дивиденды по привилегированным акциям;

*k3* – цена заемного капитала после налогообложения.

Исследования, посвященные анализу структуры капитала, ее оптимизации с позиции интересов держателей обыкновенных акций, основываются на теории структуры капитала, рассмотренной нами в 1.8. (основоположниками теории структуры капитала Франко Модильяни и Мертоном Миллером). Как указывалось ранее, авторы тории сделали вывод о независимости стоимости фирмы и общей стоимости капитала от структуры и источников финансирования, однако это имеет место лишь в условиях идеального рынка капитала. Идеальный же рынок основан на следующих допущениях:

♦ все инвесторы могут брать и давать ссуды неограниченного количества по безрисковой процентной ставке;

♦ все инвесторы имеют равный доступ к информации и могут одинаково оценить ожидаемую величину дохода;

♦ все активы абсолютно делимы и совершенно ликвидны;

♦ не существует трансакционных затрат;

♦ количество финансовых активов заранее определено и фиксировано;

♦ не учитывается налогообложение;

♦ инвесторы принимают цену как заданную величину.

В этих идеальных условиях Миллер и Модильяни математически обосновали, что в результате арбитражных операций инвесторов рыночная стоимость фирм выравнивается независимо от структуры источников капитала.

Однако в реальной жизни существует так называемый эффект банкротства – при возрастании доли заемного финансирования увеличивается премия за риск в виде дополнительных гарантий, требуемых кредиторами, и соответственно растет ряд дополнительных затрат. Таким образом, стоимость фирмы увеличивается до установленного предела, после чего возможные затраты, связанные с финансовыми затруднениями, уменьшают стоимость капитала.

Кроме затрат, связанных с финансовыми затруднениями, в реальности существуют трансакционные издержки. К тому же информация и доступ к кредитным ресурсам не могут быть одинаковыми для всех корпораций: существуют предпочтения и индивидуальный подход коммерческих банков к своим кредиторам.

Поэтому ***оптимальная структура капитала*** конкретной корпорации зависит от многочисленных факторов. К наиболее существенным относятся показатели прироста выручки, конкурентная среда, показатели оборачиваемости активов, делового риска, взаимоотношения с кредиторами.

***Комбинация различных факторов*** приводит к тому, что корпорации далеко не всегда стремятся использовать, например, налоговые преимущества заемного финансирования, а предпочитают прибегать к другим источникам увеличения их капитала. Исследования в этой области позволили профессору Гарвардского университета Г. Дональдсону сформулировать ряд выводов, которые отчасти находят подтверждение на примере отдельных отечественных корпораций. Наиболее значимые положения из выводов Г. Дональдсона:

♦ корпорации предпочитают финансироваться, прежде всего, за счет нераспределенной прибыли и амортизационных отчислений;

♦ в случае нехватки собственных средств корпорации лишь в крайнем случае прибегают к дополнительному выпуску акций, пытаясь сначала решить проблемы с помощью продажи ценных бумаг, принадлежащих корпорации

♦ только после исчерпания внутренних резервов увеличения капитала рекомендуется использовать кредиты банков и конвертируемые долговые обязательства.

Таким образом, ***оптимизация структуры капитала для конкретной корпорации*** является достаточно сложной проблемой, и при ее решении следует опираться не только на известную теорию структуры капитала, но и на знание особенностей финансового, в частности. кредитного рынка с учетом страновых рисков (особенно в России).

### 3.2. Формирование собственного капитала корпорации

В составе собственного капитала уставный капиталзанимает особое место, определяя, по сути, стартовые условия бизнеса. Он представляет первоначальную сумму средств учредителей, необходимую для функционирования корпорации и отражает закрепленное в уставе общества право на ведение собственной предпринимательской деятельности. В дальнейшем эта сумма может изменяться в зависимости от результатов работы предприятия.

***Уставный капитал***представляет собой совокупность средств, вложенных в активы, а также имущественные права, имеющие денежную оценку. Вкладами участников могут быть основные средства, другое имущество, нематериальные активы. В зависимости от организационно‑правовой формы уставный капитал может иметь форму:

♦ складочного капитала – в полном товариществе и товариществе на вере;

♦ паевого фонда – в производственных кооперативах;

♦ уставного фонда – в унитарных государственных и муниципальных предприятиях;

♦ уставного капитала – в акционерных обществах, обществах с ограниченной и дополнительной ответственностью.

Наиболее развитой во всем мире организационно‑правовой формой является акционерная, поэтому законодательство всех стран предусматривает повышенный уровень требований к выполнению другой функции уставного капитала акционерного общества – гарантийной.

Это значит, что корпорация должна ***нести ответственность*** перед своими кредиторами. Эта ответственность гарантируется имуществом как минимум в пределах закрепленного в уставе размера капитала.

Уставный капитал акционерного общества состоит из номинальной стоимости акций общества, приобретенных акционерами, и не может быть менее 1000 МРОТ в публичном (открытом) обществе и 100 МРОТ – в закрытом.

Согласно ст. 34 Закона об акционерных обществах, акции общества при его учреждении должны быть полностью оплачены в течение года с момента его регистрации, если меньший срок не определен договором о создании общества. При этом не менее 50 % уставного капитала должно быть оплачено в течение трех месяцев с момента регистрации общества.

До этого момента общество не вправе вести хозяйственную деятельность.

Освобождение акционера от обязанности оплаты акций общества (в том числе путем зачета требований к обществу) не допускается.

Если по окончании второго и каждого последующего финансового года стоимость чистых активов общества будет меньше уставного капитала, общество обязано объявить и зарегистрировать в установленном порядке уменьшение своего уставного капитала. Если же стоимость указанных активов окажется меньше минимального размера уставного капитала, общество подлежит ликвидации.

Уменьшение уставного капитала общества допускается после уведомления всех его кредиторов. При этом кредиторы общества вправе потребовать досрочного прекращения или исполнения соответствующих обязательств общества и возмещения им убытков.

Необходимость поддержания минимальной величины собственного капитала предприятия выражается в недопустимости объявления и выплаты дивидендов в следующих случаях:

♦ до полной оплаты всего уставного капитала;

♦ если стоимость чистых активов акционерного общества меньше его уставного капитала и резервного фонда, и превышения над номинальной стоимостью, определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций, либо станет меньше их размера в результате выплаты дивидендов.

Важной функцией уставного капитала является установления ***меры ответственности*** каждого собственника и его ***участия в прибылях***. Хотя величина уставного капитала может в общей сумме капитала общества составлять незначительную сумму, именно размер долей и их соотношение является определяющим при решении ключевых вопросов развития общества.

В зависимости от того, открытым или закрытым является общество, предусматривается соответствующий порядок приобретения и продажи акций.

Участники открытого акционерного общества могут отчуждать принадлежащие им акции без согласия других акционеров. Акционерное общество, акции которого распределяются только среди его учредителей или иного заранее определенного круга лиц, признается закрытым акционерным обществом. Такое общество не вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции либо иным образом предлагать их для приобретения неограниченному кругу лиц. Акционеры закрытого акционерного общества имеют преимущественное право приобретения акций, продаваемых другими акционерами этого общества.

Общество вправе размещать обыкновенные акции, а также один или несколько типов привилегированных акций. Номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25 % от уставного капитала общества.

Размещение посредством ***открытой подписки обыкновенных акций***, составляющих более 25 % ранее размещенных обыкновенных акций, осуществляется только по решению общего собрания акционеров.

Акционерное общество вправе по решению общего собрания акционеров уменьшить уставный капитал путем уменьшения номинальной стоимости акций либо путем покупки части акций в целях сокращения их общего количества пропорционально долям, определенным учредительными документами.

***Увеличение уставного капитала*** может происходить за счет имущества общества в пределах величины чистых активов, а также путем дополнительной эмиссии акций.

Формирование и изменение уставного капитала в обществах с ограниченной ответственностью в целом происходит так же, как и в акционерных обществах.

Для обобщения информации о состоянии и движении уставного корпорации предназначен счет 80 «Уставный капитал», записи в который вносятся после соответствующих изменений в учредительных документах предприятия.

Движение собственных акций, выкупленных акционерным обществом у акционеров для их последующей перепродажи или аннулирования, отражается на счете 81 «Собственные акции (доли)». Если выкупленные собственные акции общества не будут реализованы в течение года, общество обязано уменьшить уставный капитал. При определении величины собственного капитала стоимость выкупленных акций должна быть вычтена.

Целью выкупа акций могут быть: продажа собственных акций своим работникам, необходимость улучшить показатель прибыли на акцию, усиление контроля над обществом и т. д.

Наряду с уставным капиталом к собственному относится также ***добавочный капитал***, который включает в себя сумму прироста стоимости имущества при переоценке, эмиссионный доход, курсовые разницы в случае, когда задолженность по взносам в уставный капитал выражена в иностранной валюте.

ПБУ 6/01 разрешает коммерческим организациям на начало отчетного года переоценивать группы однородных объектов основных средств по восстановительной стоимости путем индексации или прямого пересчета по документально подтвержденным рыночным ценам, при этом следует помнить, что для целей налогообложения прибыли с 01.01.2003 г. переоценка не учитывается.

На добавочный капитал (в эмиссионный доход) предприятия, созданные в форме акционерных обществ, зачисляют при формировании уставного капитала (при учреждении общества; при увеличении уставного капитала путем дополнительной эмиссии акций или повышения номинальной стоимости акций) сумму разницы между продажной и номинальной стоимостью акций, вырученной при реализации их по цене, превышающей номинальную стоимость. Курсовые разницы возникают в связи с формированием уставного капитала и представляют собой разность между рублевой оценкой задолженности учредителя по его вкладу в уставный капитал на дату поступления и дату подписания учредительных документов.

Использование добавочного капитала может иметь место в следующих случаях:

♦ переоценка основных средств, если ранее проводилась дооценка и ее результаты нашли отражение на счете добавочного капитала;

♦ выбытия основных средств, если результаты их дооценки отражены на счете добавочного капитала;

♦ размещения дополнительных акций акционерного общества путем распределения их среди акционеров этого общества;

♦ размещения акций при реорганизации в форме слияния, разделения, выделения или преобразования;

♦ выплаты доли участнику общества с ограниченной ответственностью при его выходе из этого общества в случае превышения действительной стоимости доли над ее номинальной стоимостью.

### *Резервный капитал и прочие резервы*. В зарубежной практике создание определенных резервов предусматривается уставом или законодательными актами для того, чтобы дать компании или ее кредиторам дополнительные меры защиты от последствий убытков. Резервирование является неотъемлемой частью финансовой работы, обеспечивающей реализацию принципа постоянно действующего предприятия, в силу чего доля резервов в составе собственного капитала предприятий неуклонно повышается в экономически развитых странах. По российскому законодательству, акционерные общества должны создавать необходимый для своей деятельности резервный фонд в размере, предусмотренном уставом общества, но не менее 5 % от его уставного капитала.

***Резервный фонд***акционерного общества формируется путем обязательных ежегодных отчислений до достижения им размера, установленного уставом общества. Размер ежегодных отчислений предусматривается уставом общества, но не может быть менее 5 % от чистой прибыли до достижения размера, установленного уставом общества. Решение об отчислении прибыли отчетного года в резервный фонд принимается годовым собранием акционеров.

Резервный фонд общества предназначен для покрытия его убытков, а также для погашения облигаций общества и выкупа акций общества в случае отсутствия иных средств. Резервный фонд не может быть использован для иных целей.

Уставом общества может быть предусмотрено формирование из чистой прибыли специального выкупного фонда акционирования работников общества. Его средства расходуются исключительно на приобретение акций общества, продаваемых акционерами этого общества, для последующего размещения его работникам.

В настоящее время для компенсации возможных убытков корпорация может создавать ***оценочные резервы и резервы предстоящих расходов.***

К оценочным резервам относят:

♦ резервы под снижение стоимости материальных ценностей;

♦ резервы под обесценение вложений в ценные бумаги;

♦ резервы по сомнительным долгам, которые создаются за счет финансовых результатов организации и позволяют предприятию компенсировать возможные убытки.

Резерв под снижение материальных ценностей корпорации обязаны создавать, если эти ценности морально устарели, потеряли свое первоначальное качество или их цены имеют устойчивую тенденцию к снижению. Также устойчивое существенное снижение стоимости финансовых вложений служит основанием для формирования резервов под обесценение финансовых вложений.

Особое внимание следует уделить резервам по сомнительным долгам. ***Сомнительным долгом***признается дебиторская задолженность корпорации, которая не погашена в сроки, установленные договорами, и не обеспечена соответствующими гарантиями. Резервы создаются в бухгалтерском учете на полную сумму долга по каждому долгу отдельно, при этом необходимо определять величину резерва в зависимости от финансового состояния дебитора и оценки вероятности погашения долга. Основанием служит проведенная инвентаризация дебиторской задолженности.

В Налоговом кодексе с 01.01.2002 г. разрешается создавать резервы не только по расчетам за продукцию, но и по любой задолженности, кроме процентов по долговым обязательствам, а также определяется зависимость величины резерва от срока возникновения обязательства. По долгам, просроченным более чем на 90 дней, можно создавать резерв на всю сумму долга. Если время просрочки составляет от 45 до 90 дней, в суммы резерва включаются 50 % от суммы сомнительной дебиторской задолженности. На сомнительную задолженность со сроком возникновения менее 45 дней резерв не создается. Общая сумма резерва не должна превышать 10 % от выручки отчетного года.

В соответствии с экономической сущностью к собственному капиталу целесообразно относить также резервы предстоящих платежей. В целях равномерного включения предстоящих расходов в издержки производства или обращения отчетного периода организация может создавать резервы:

♦ на предстоящую оплату отпусков работникам (включая отчисления на социальное страхование и обеспечение);

♦ на выплату ежегодного вознаграждения за выслугу лет;

♦ расходов на ремонт основных средств;

♦ производственных затрат по подготовительным работам в связи с сезонным характером производства;

♦ предстоящих затрат по ремонту предметов проката;

♦ на гарантийный ремонт и гарантийное обслуживание;

♦ другие цели, предусмотренные законодательством, нормативными актами Министерства финансов Российской Федерации.

Порядок резервирования сумм за счет издержек производства и обращения регулируется соответствующими законодательными и другими нормативными актами.

В бухгалтерском балансе оценочные резервы отдельно не показываются, но уменьшают суммы соответствующих статей. Информация о них приводится в разделе II «Резервы» отчета об изменении капитала. Теоретически считается, что резервы и амортизационные отчисления не должны превышать сумму прибыли.

Таким образом, собственный капитал корпорации составляет фундаментальную основу ее функционирования и лежит в основе обеспечения финансовой независимости корпорации.

**3.3. Концепция стоимости капитала**

***Стоимость капитала***– одно из основных понятий корпоративных финансов, дающее возможность оценки корпорации, регулирования и прогнозирования ее финансовой деятельности. Стоимость капиталаотражает условия, на которых руководство корпорации привлекает капитал для финансирования всех видов деятельности. Следует **различать *текущую* и *предельную стоимость капитала.***

***Текущая стоимость капитала***характеризует существующую структуру капитала и может быть выражена как в ***балансовой***оценке, так и в ***рыночной.***Каждый подход имеет свои определенные преимущества и недостатки. Основным недостатком балансовойоценки является искажение реальной стоимости капитала и его величины, что в российских условиях особенно видно на примере формирования добавочного капитала, стоимости всего собственного капитала.

Рыночнаяоценка является более точной, так как определяет истинные доходы предприятия, которые могут быть получены при реализации своих ценных бумаг на рынке. В соответствии с Законом РФ «Об акционерных обществах» выкуп акций обществом у своих акционеров осуществляется по *рыночной* стоимости.

Поскольку ***текущая***стоимость капитала учитывает уже произведенные затраты по привлечению капитала акционеров, пайщиков и уже заключенные кредитные договоры, условия коммерческого кредитования, она представляет интерес в плане оценки принятых решений руководства.

Обычно стоимость капитала выступает как критерий принятия решений при выборе источников финансирования, поэтому во внимание следует принимать будущую структуру капитала и связанные с привлечением дополнительных средств издержки.

Осуществление инвестиционных проектов, например, зависит от того, насколько будущие доходы от этих инвестиций смогут компенсировать издержки, связанные с их финансированием. Этот вопрос будет волновать и кредиторов и акционеров, заинтересованных в стабильных дивидендах и в росте цены своих акций. Следовательно, здесь стоимость капитала выступает***как предельная ставка***той формы финансирования*,* которую предприятие собирается использовать в будущем.

Стоимость капитала может быть рассчитана по целевой и по оптимальной структуре. Как указывалось выше, целеваяструктура капитала характеризует желаемое соотношение заемных и собственных средств. Оптимальнаяструктура обеспечивает такое соотношение риска и доходности по привлекаемым источникам, которое способствует максимизации рыночной стоимости акционерного капитала. Стоимость, рассчитанная по целевой структуре, может отличаться от стоимости, оцениваемой по оптимальной структуре.

***Средневзвешенная стоимость привлечения капитала***(затраты на привлечение капитала) служит ставкой дисконтирования (она представляет собой временную стоимость денег), с помощью которой определяют приведенную стоимость ожидаемых инвесторами денежных потоков.

Общая формула средневзвешенной стоимости капитала:



где *WACC –* средневзвешенная по источникам финансирования стоимость капитала;

*rd* – ожидаемая рыночная доходность к погашению долговых обязательств;

*tc* – ставка налога на прибыль;

*D –* рыночная стоимость процентных долговых обязательств;

*V –* рыночная стоимость объекта оценки (V *= E +* D);

*re* – стоимость капитала, привлеченного в виде обыкновенных акций;

*E –* рыночная стоимость обыкновенных акций.

В эту формулу включены два источника капитала (долговые обязательства, например банковский кредит, и обыкновенные акции). Подлинная процедура «взвешивания» куда сложнее, поскольку в реальной жизни нужно определять вес рыночной стоимости ***каждого источника капитала***, который требует оплаты – сейчас или в будущем. Так, порой нужно учитывать лизинг, конвертируемые или отзывные долговые обязательства, конвертируемые или отзывные привилегированные акции, неконтрольный пакет акций и/или варранты и опционы на акции руководящего аппарата.

Таким образом, концепция стоимости капитала корпорации базируется на оценке издержек по его привлечению и обслуживанию. В любом случае, рентабельность капитала должна превосходить его средневзвешенную стоимость, чтобы деятельность корпорации считалась эффективной.

### Стоимость собственного капитала корпорации

### *Стоимость собственного капитала* рассматривается с позиции упущенной выгоды, при этом следует учитывать особенности формирования отдельных его составляющих.

Самой трудной задачей является определение *стоимости акционерного капитала,* так как, приобретая обыкновенные акции, их владелец может рассчитывать на получение дохода по ним в последнюю очередь, после распределения чистой прибыли между держателями ценных бумаг с фиксированным доходом. Свой риск акционер стремиться возместить соответствующим уровнем доходов по акциям. Поэтому методы определения стоимости акций учитывают два направления: прогноз будущего уровня доходности по акциям и оценка риска, связанного с вложениями в данное предприятие. Итак, существует три основных метода определения рыночной цены акций:

♦ метод доходов;

♦ метод дивидендов;

♦ оценка на основе модели *САРМ.*

Дивидендный метод и метод доходов с различной степенью точности пытаются оценить будущий уровень доходов.

***Метод дивидендов***является наиболее приближенным вариантом оценки выгод, получаемых акционерами. В его основе лежит модель М. Гордона, где *D* – прогнозируемый дивиденд на акцию, *k* – требуемая норма доходности, *d* – ожидаемый темп роста дивидендов, отсюда:



Если необходима предельная оценка, которая должна учитывать стоимость размещения новых акций (стоимость эмиссии), то формула может быть модифицирована следующим образом:



Этот метод требует осторожности. Он не учитывает специфику предприятия, отрасли, риска вложений в данное предприятие, к тому же статистические данные говорят об отсутствии прямой связи между ростом дивидендов и ростом цены акций.

***Метод доходов***строится на расчете коэффициентов: соотношение рыночной цены акций (*P*) и прибыли, приходящейся на акцию *(EPS),* – коэффициент *P/E*.

Приблизительная оценка будущей доходности:



где *EPS* – прогнозируемая прибыль на акцию.

Более совершенным и точным является метод оценки риска на основе модели ***оценки капитальных активов (Capital Assets Pricing Model – CAPM).***

*R = Rf + β(Rm – Rf* ),

где *Rf* – безрисковая ставка доходности, соответствующая, как правило, доходности государственных ценных бумаг (в наших условиях – ставке Сбербанка РФ, в США – доходности казначейского векселя);

*Rm* – среднерыночная доходность, т. е. средняя ставка дохода по всем акциям, котирующимся на фондовом рынке. Фондовые индексы в России в силу ограниченного количества корпоративных ценных бумаг и различных методик расчета еще не в состоянии дать полную и объективную картину, характеризующую среднерыночный риск;

*β* – коэффициент *бета –* показатель *систематического риска для данной акции.*

Он характеризуется колебаниями показателей на рынке ценных бумаг. В целом *β* трактуется как коэффициент эластичности, показывающий, насколько изменение цены акции предприятия обусловлено рыночными тенденциями.

Например, коэффициент *β*, равный 1,3, говорит о том, что рыночная цена акций предприятия растет на 30 % быстрее, чем среднерыночный индекс.

***Стоимость нераспределенной прибыли***связана со стоимостью акционерного капитала, так как в случае распределения могла бы быть направлена на выплату дивидендов. Поэтому стоимость этого источника определяется так же, как и стоимость акционерного капитала.

До 25 % уставного капитала акционерного общества могут составлять привилегированные акции.

Стоимость этого источника может определяться по следующей формуле:

*Кпр акц* = *Dпр акц /Bпр акц* ,

где *Dпр акц* – дивиденды по привилегированным акциям;

*Bпр акц* – выручка от продажи привилегированных акций с учетом затрат на размещение.

Акционерное общество для финансирования своих проектов может выпускать такие ценные бумаги, как облигации, доходность по которым может быть рассчитана следующим образом:

*Кобл* = *J* + *(M – V)n/(M +* V)/2,

где *J* – сумма годового дохода по процентам;

*М* – номинальная стоимость облигации;

*V* – чистый доход от продажи облигаций;

*n* – количество лет, на которые выпущена облигация.

Таким образом, стоимость собственного капитала достаточно полно представлена современными моделями и методика ее расчета может использоваться конкретными российскими корпорациями.

### 3.5. Стоимость заемного капитала

В настоящее время многие корпорации финансируют свою деятельность как за счет собственных, так и за счет заемных средств. Прежде всего заемные средства необходимы для финансирования ***быстро растущих предприятий***, когда темпы роста собственных источников отстают от темпов роста предприятия, а также для реализации различных инвестиционных программ по модернизации производства, освоения новых видов продукции, расширения своей доли на рынке, приобретения другого бизнеса и т. д.

Инфляция и недостаток собственных оборотных средств также вынуждает большинство российских корпораций привлекать заемные средства, которые в этом случае идут на финансирование оборотного капитала. Преимуществом финансирования за счет долговых источников перед дополнительной эмиссией акций является сохранение контроля со стороны существующих владельцев, а также относительно более низкая себестоимость кредита по сравнению со стоимостью акционерного капитала, которая выражается в эффекте финансового рычага.

***Заемный капитал*** *–* это совокупность заемных средств, приносящих предприятию прибыль. В гл. 42 ГК РФ предусмотрено, что заемные средства могут быть оформлены в виде договоров кредита, займа, а также в виде товарного и коммерческого кредита.

***Кредит*** – это предоставление в долг товаров или денег.

Система кредитования предприятий производится в порядке, установленном законодательством РФ. Законодательство предусматривает кредитование одного предприятия другим в натуральной или денежной форме, кредитование предприятия физическим лицом. Привлечение банковских кредитов предприятиями вызвано в основном острой нехваткой собственных оборотных средств. ***Банковский кредит***выдается для финансирования оборотных средств при наличии ликвидного залога и обоснования его целевого назначения.

***Заем (долговое обязательство)*** *–* это договор, по которому одна из сторон (заимодавец) передает другой стороне (заемщику) в пользование деньги или вещи, определенные родовыми признаками – числом, весом, мерой, а заемщик обязуется возвратить заимодавцу такую же сумму денег или равное количество вещей такого же рода и качества.

Заем, в отличие от кредита, может быть как платным, так и бесплатным. В случае платного заимствования размер процентов определяется либо по соглашению сторон с соблюдением требований к процентным ставкам по кредитам, установленным законодательством, либо в размере средней ставки банковского процента, существующего в месте нахождения кредитора. Выделяются отдельные виды обязательств займа: вексельные обязательства и обязательства, возникающие при выпуске и продаже хозяйственным обществом облигаций. В условиях финансового кризиса, труднодоступности банковских кредитов обычно растет популярность облигационных займов.

Определение величины заемного капитала и его структуры является необходимым этапом при решении ряда следующих ***задач управления корпоративными финансами***:

♦ оценки финансовой устойчивости на основе расчетов коэффициентов финансовой независимости и платежеспособности корпорации;

♦ прогнозирования вероятного банкротства и оптимизации структуры капитала;

♦ расчета цены заемного капитала и средневзвешенной стоимости капитала корпорации;

♦ определения приемлемого уровня финансового риска.

Каждая из этих задач может быть поставлена различными заинтересованными сторонами, начиная от собственников компании и заканчивая государственными органами, поэтому учитывает тот вид заемного финансирования, который касается их интересов.

Наиболее важной является трактовка понятия «заемный капитал» при оценке финансового состояния предприятия и характеристике общего уровня финансовой независимости на основе суммы долгосрочных и краткосрочных пассивов бухгалтерского баланса. В группе статей «Займы и кредиты» раздела «Долгосрочные обязательства» показаны непогашенные суммы заемных средств с учетом начисленных процентов, подлежащие погашению в соответствии с договорами более чем через 12 месяцев после отчетной даты. К долгосрочным обязательствам также относятся отложенные налоговые обязательства.

Задолженность классифицируют как краткосрочную, если ее срок погашения не превышает год. В составе «Краткосрочных обязательств» наряду с краткосрочными займами и кредитами отражаются группы статей «Кредиторская задолженность», «Доходы будущих периодов», «Резервы предстоящих расходов и платежей». Для определения величины заемных средств суммы, показанные по статье «Доходы будущих периодов», следует исключить из расчета. В группе статей «Кредиторская задолженность» принято выделять так называемые устойчивые пассивы, поскольку они постоянно находятся в обороте. Их минимальный размер выступает в качестве источника приравненных к собственным оборотных средств.

Важным аспектом оценки финансовой устойчивости и прогнозирования банкротства корпорации является его зависимость от размера заимствований в финансово‑кредитной сфере. Для этого следует обращать внимание на сроки погашения и своевременность погашения займов и кредитов. По просроченным кредитам и займам должны быть указаны причины неисполнения, возможные санкции и наиболее вероятный срок их погашения.

При определении ***стоимости (цены) заемного капитала*** в расчет включают только те заемные средства, привлечение которых вызывает необходимость нести определенные издержки. К таким заемным средствам ПБУ 15/01 относит банковский, товарный и коммерческий кредиты, а также заемные средства, привлеченные путем выдачи векселей, выпуска и продажи облигаций юридическими лицами. Расходами, связанными с выполнением обязательств по полученным займам и кредитам, являются:

♦ проценты, причитающиеся к оплате заимодавцу (кредитору);

♦ дополнительные расходы по займам.

Дополнительными расходами по займам являются:

♦ суммы, уплачиваемые за информационные и консультационные услуги;

♦ суммы, уплачиваемые за экспертизу договора займа (кредитного договора);

♦ иные расходы, непосредственно связанные с получением займов (кредитов).

Затраты по полученным займам и кредитам, включаемые в текущие расходы организации, являются ее прочими расходами. Их сумма отражается в форме «Отчета о прибылях и убытках».

Проценты по заемным средствам, взятым для приобретения инвестиционных объектов, до момента принятия их к учету включаются в первоначальную стоимость этого актива.

В бухгалтерском учете задолженность организации‑заемщика по полученным займам и кредитам подразделяется на краткосрочную и долгосрочную.

К краткосрочной задолженности относят задолженность, срок погашения которой, согласно условиям договора, не превышает 12 месяцев. Соответственно по долгосрочной задолженности срок погашения превышает 12 месяцев.

***Цена заемного капитала*** (Кз) находится как относительная величина, выраженная в процентах:



Надо иметь в виду, что цена различных видов заемных средств должна определяться с учетом налогообложения выплачиваемых сумм по оплате процентов. С 01.01.2002 г. при налогообложении прибыли учитываются проценты по заемным средствам любого вида вне зависимости от их инвестиционного или текущего характера (гл. 25 Налогового кодекса РФ, ст. 269). Для признания процентов расходом в целях налогообложения необходимо выполнение следующего условия – размер начисленных по долговому обязательству процентов не отклоняется от среднего уровня процентов, взимаемых по долговым обязательствам, выданным в том же отчетном периоде на сопоставимых условиях, более чем на 20 %. Под сопоставимыми условиями понимают валюту, в которой выдают обязательства, сроки кредита, качество обеспечения и группа кредитного риска.

При отсутствии сопоставимых долговых обязательств проценты учитываются в пределах ставки рефинансирования ЦБ РФ, увеличенной в 1,5 раза, при оформлении долга в рублях. Это значит, что при ставке рефинансирования равной 13 %, расходом предприятия в целях налогообложения будут признаваться проценты, исчисленные по ставке 19,5 = 13 %×1,5. Если ставка налога на прибыль 20 %, то налоговый щит составит 19,5 %×0,2=3,9 %, т. е. для предприятия реальная цена заемных средств будет меньше на 3,9 %.

Например, ставка ЦБ – 13 %, кредит получен предприятием под 20 % годовых, тогда реальная цена кредита для предприятия составляет:

*Кз* = 20 % – 3,9 % = 16,1 %.

Наши расчеты можно выразить формулой:

*Кз* = *К ×* (1 – *Н)* + *Кпрев* ,

где *Н* – ставка налога на прибыль;

*Кн* – ставка рефинансирования, умноженная на 1,5;

*Кпрев* – разность между ставкой по кредиту в соответствии с заключенным договором и ставкой рефинансирования, умноженной на 1,5;

*Кз* отражает *реальную ставку кредита* с позиции собственников предприятия, т. е. *цену заемного капитала.*

Таким образом, стоимость заемного капитала ***зависит от процентной политики*** банков и прочих кредиторов в определенный момент времени, а также от ***репутации заемщика*** и его реальных отношений с конкретным заимодавцем.

**3.6. Эффект финансового рычага (левериджа)**

Решение о выборе тех или иных форм привлечения заемных средств принимается на основе сравнительного анализа их цены, а также оценки влияния использования заемного капитала на финансовые показатели деятельности корпорации в целом. Эффективное управление заемным капиталом увеличивает рентабельность собственных средств. Игнорирование этих требований при привлечении заемных источников может пагубно отразиться на финансовом состоянии корпорации, так как требования кредиторов должны быть удовлетворены независимо от результатов финансово‑хозяйственной деятельности корпорации.

В то же время использование заемного капитала может быть крайне выгодным для собственников корпорации, поскольку позволяет достичь увеличения объемов производства, прибыли и роста рентабельности без дополнительных вложений крайне дефицитного финансового ресурса – собственного капитала. Поэтому перед финансовым менеджером стоят две достаточно противоречивые задачи – как при привлечении заемного капитала не допустить критической потери финансовой независимости и вместе с тем увеличить рентабельность собственного капитала.

Изменение рентабельности собственного капитала за счет использования заемных средств происходит за счет действия ***финансового рычага***и определяется в ***европейской концепции*** по следующей формуле:

*ЭФР* = *D/E × (R – K)* (1 – T),

где D/E – плечо рычага;

*R – K* – дифференциал рычага;

*R* – рентабельность активов, рассчитанная как *EBIT/(D +* E);

*К* – ставка процента по кредиту;

(1 – *T)* – налоговый щит.

Следовательно, уровень эффекта финансового рычага зависит от условий кредитования, наличия льгот при налогообложении кредитов, займов, ссуд и порядка оплаты процентов по кредитам и займам.

Если рентабельность активов выше, чем реальная цена заемного капитала, то возникает положительный эффект финансового рычага.

Приведем пример**.** Пусть корпорация Х имеет экономическую рентабельность (*EBIT*/активы), равную 20 %, и обладает капиталом в размере 1000 ден. ед.

Если капитал сформирован только за счет собственных источников, то рентабельность собственного капитала (чистая прибыль (*NP*)/собственный капитал) будет равна (200 ден. ед. × 0,8 /1000 ден. ед.) × 100 % =16 %.

Если же капитал на 1/4 сформировать из заемных средств, т. е. в сумме 250 ден. ед., привлеченных по ставке 13 %, то чистая прибыль составит (200–250 × 013 %) × 0,8 =134 ден. ед.

В этом случае рентабельность собственного капитала будет 134/750 × 100 %= 17,9 %. Итак, рентабельность собственного капитала возросла при привлечении заемных средств на 1,9 %, что и выражает эффект финансового рычага.

Таким образом, сила финансового рычага помогает финансистам корпорации достичь целей по максимизации прибыльности и стоимости бизнеса, если эффект рычага положителен, а рентабельность активного капитала как можно больше превышает стоимость заемного капитала корпорации.

**3.7. Взаимодействие эффектов операционного и финансового рычагов**

**в условиях делового риска**

Другой подход к определению ***эффекта финансового рычага***выражает ***американскую концепцию****,* основанную на приоритетной роли фондового рынка в принятии финансовых решений. В рамках этого подхода ключевым является показатель прибыли, приходящейся на акцию ***(Earnings per Share – EPS),***который получил официальное признание и в нашей стране. В ПБУ 4/99 определена необходимость раскрытия акционерным обществом информации о прибыли, приходящейся на одну обыкновенную акцию.

Методические рекомендации по раскрытию этой информации дают порядок расчета показателя *EPS* как отношение базовой прибыли отчетного года к средневзвешенному количеству обыкновенных акций, находящихся в обращении в течение отчетного периода. Базовая прибыль является результатом уменьшения чистой прибыли на сумму дивидендов по привилегированным акциям, начисленным их владельцам за отчетный период.

Идея финансового рычага по американской концепции та же, что и у производственного: оценить уровень риска по колебаниям прибыли, вызванным постоянной величиной (в данном случае финансовыми издержками предприятия по обслуживанию долга).

Эффект финансового рычага =



 =



где *I* – сумма выплачиваемых процентов по всем заемным средствам;

*Р* – цена продукта;

*а* – переменные затраты в цене изделия;

*X* – количество проданных изделий;

*F* – постоянные затраты.

Итак, ***эффект финансового рычага по американской концепции***характеризует процентное изменение показателя *EPS* при изменении на 1 % прибыли до уплаты процентов и налогов и определяется отношением прибыли до уплаты процентов и налогов к налогооблагаемой прибыли. Под заемным капиталом здесь подразумеваются все привлеченные средства с твердо установленной ценой: кредиты банков, облигации, привилегированные акции, если по ним предусмотрены фиксированные дивиденды, так как показатель *EPS* характеризует долю прибыли, приходящейся на владельцев обыкновенных акций. Соответственно в формуле все выплаты по использованию заемного капитала показываются до налогообложения. Проценты по облигациям, дивиденды по привилегированным акциям, сумма банковских процентов, превышающая законодательно регулируемый процент, разрешенный к отнесению на себестоимость в целях налогообложения, должны быть увеличены на сумму налога на прибыль.

Общий предпринимательский риск, оцениваемый как чувствительность чистой прибыли к изменениям в объемах реализации, выражается с помощью совмещенного эффекта финансового и производственного рычагов:



где *NP* – чистая прибыль;

*S* – выручка от продаж.

Из этого выражения вытекает важнейшее правило финансового менеджмента: ***никогда не совмещать высокий уровень производственного риска и высокий уровень финансового риска.***Если корпорации удается снизить долю постоянных затрат на производство продукции, то оно может без дополнительного риска увеличить заемное финансирование.

Таким образом, эффект финансового рычага в совокупности с эффектом операционного рычага послужили основой для создания и дальнейшего развития концепций управления структурой капитала, оптимизации рисков и доходности деятельности корпорации.

**3.8. Корпорация на рынке ценных бумаг**

Корпорация, понимаемая как акционерное общество, *неразрывно связана* всей своей деятельностью с финансовым рынком, особенно – рынком ценных бумаг. Поэтому рассмотрим данные понятия подробнее.

*Финансовый рынок (financial market*) – рынок, на котором объектом купли-продажи выступают финансовые инструменты. Финансовый рынок подразделяется на рынок денег и рынок капитала. Более подробная сегментация включает: фондовый рынок (рынок ценных бумаг), кредитный рынок, валютный рынок, страховой рынок и т.д.

*Финансовый инструмент (financial instruments)* – это любой контракт, по которому происходит одновременное увеличение финансовых активов одного предприятия и финансовых обязательств другого предприятия. Другими словами, финансовые инструменты – это различные формы краткосрочного и долгосрочного инвестирования, торговля которыми осуществляется на финансовом рынке. Различают *первичные* финансовые инструменты (денежные средства, ценные бумаги, кредиторская и дебиторская задолженность по текущим операциям) и *вторичные или производные* (финансовые опционы, фьючерсы, форвардные контракты, процентные и валютные свопы и др.).

*Финансовые институты (financial institution)* – операторы на финансовом рынке, предметом деятельности которых является привлечение временно свободных денежных средств и их использование с применением разнообразных финансовых инструментов. К основным финансовым институтам относятся: инвестиционные компании и фонды, коммерческие банки, страховые и трастовые компании, биржи. пенсионные фонды и др.

В экономической системе страны финансовый рынок имеет *следующие функции*:

- активная мобилизация временно свободного капитала из разнообразных источников,

- эффективное распределение аккумулированного свободного капитала между перспективными сферами бизнеса, сулящими значительный доход,

- формирование рыночных цен на финансовые инструменты и услуги, отражающих реальное соотношение между спросом и предложением,

- осуществление квалифицированного посредничества между продавцами и покупателями финансовых инструментов,

- формирование условий для минимизации финансовых и коммерческих рисков, диверсификации капитала,

- ускорение оборота капитала, способствующее активизации экономических процессов в обществе.

Финансовый рынок, по сути,это финансовый механизм, осуществляемый посредниками на основании спроса и предложения на капитал, который перераспределяется между кредиторами и заемщиками. На практике – это совокупность кредитно-финансовых институтов, которые направляют поток денежных средств вначале от собственников к заемщикам, а потом обратно.

Основная функция финансового рынка – трансформация бездействующих денежных средств в ссудный капитал.

***Выделяют следующие сектора финансового рынка:***

1) ссудный капитал;

2) ценные бумаги;

3) валюты;

4) прямые инвестиции.

На развитие финансового рынка оказывают сильное влияние такие факторы, как: величина банковских учетных ставок, степень капитализации фирм, финансовая политика государства, развитие экономической ситуации в стране и др.

Финансовый рынок состоит из денежного рынка и рынка капиталов.

***Денежный рынок* –** рынок краткосрочных кредитных операций (до 1 года). Он делится на обычный, учетный, межбанковский и валютный рынки.

***Учетный рынок* –** рынок, главными инструментами которого служат казначейские и коммерческие векселя, прочие виды ценных бумаг, обладающие высокой ликвидностью и мобильностью.

***Межбанковский рынок* –** часть рынка ссудных капиталов, в которой денежные ресурсы кредитных учреждений являются временно свободными и которые привлекаются и размещаются банками между собой в основном на короткие сроки.

Международный платежный оборот, связанный с платежом денежных обязательств юридических и физических лиц различных стран, обслуживает валютные рынки. Специфика международных расчетов – отсутствие платежного средства, общеустановленного для всех стран. Значительным условием расчетов по внешней торговле является обмен валюты в форме покупки или продажи иностранной валюты плательщиком или получателем.

***Валютные рынки* –** официальные центры, на которых совершается купля-продажа валют на базе спроса и предложения.

Рынок капиталов включает средне– и долгосрочные кредиты, акции и облигации. Его можно разделить на рынок средне– и долгосрочных банковских кредитов и рынок ценных бумаг. Рынок капиталов является важнейшим источником долгосрочных инвестиционных ресурсов для корпораций, банков и правительств.

Финансовый рынок бывает первичным и вторичным, а также национальным и международным. Первичный финансовый рынок – рынок, возникающий в процессе эмиссии ценных бумаг. Вторичный – это рынок, возникающий в ходе перераспределения финансовых ресурсов. Вторичный рынок делится на биржевой (купля-продажа ценных бумаг, которые котируются на бирже) и небиржевой (купля-продажа ценных бумаг, не котирующихся на бирже).

Государство на финансово-кредитном рынке может проводить официальную денежно-кредитную политику, выступать как кредитором, так и заемщиком, определять общие правила организации рынка и реализовывать контроль над ним. Государство также защищает и поощряет формирование финансового рынка. Такая политика проводится через придание рынку организационной завершенности, жесткий контроль и стандартизацию операций.

***Суть фондового рынка*** в том, чтоэто система взаимоотношений спроса и предложения на рынке ценных бумаг через взаимоотношения между его основными субъектами (эмитентом и инвестором).

***Типовая классификация фондового рынка*** включает в себя:

1) первичный рынок (ценные бумаги новых выпусков);

2) вторичный рынок (перепродажа ценных бумаг);

3) организованный рынок (биржевой);

4)  неорганизованный рынок (перераспределенный).

В последнее время популярность приобретает размещение на фондовом рынке временно свободных денежных средств. В результате правильного подхода это может принести более высокую прибыль, нежели хранение денег в валюте или размещение их в банковские депозиты. У такого способа хранения денежных средств есть существенные преимущества:

для вложения средств имеется большой выбор финансовых инструментов;

доступность для широкого круга лиц (инвестирование можно начинать и с небольшой суммой); хорошие перспективы развития фондового рынка в России;

оперативность управления;

отсутствие ограничений во времени, т. е. можно решать самим, когда продавать облигации или акции – завтра, через месяц или через год, в отличие от банковского депозита, оформляемого на определенный срок;

самостоятельность в принятии решений.

Следует отметить, что российский фондовый рынок сравнительно молод. Он начал зарождаться лишь в начале 1990-х гг. Фондовый рынок России относится к категории развивающихся рынков с характерной для них высокой доходностью, но в то же время с наиболее высокой степенью риска. Это нужно учитывать корпорациям, размещающим свои бумаги на российском рынке, или приобретающим финансовые инструменты. Кредитный рейтинг нашей страны среди международных рейтинговых агентств пока крайне невысок.

Обычно сделки корпораций с ценными бумагами заключаются при участии:

1) брокеров, которые являются финансовыми посредниками между инвесторами и биржами (инвестиционные компании или банки);

2) фондовых бирж, которые являются организаторами торговли;

3) собственности на них по итогам сделок;

4) расчетного банка.

***Ценная бумага* –** это категория, выражающая отношения, связанные с присвоением части стоимости, которая соответствует имущественным правам ее владельцев

***Инвестор* –** это лицо, которое приобретает ценные бумаги.

***Эмитент* –** это лицо, которое выпускает ценные бумаги.

***Функции рынка ценных бумаг:*** ценовая; коммерческая; регулирующая; информационная; функция хеджирования. Наиболее представительным рынком ценных бумаг традиционно являются фондовые биржи. Для них характерно установление четких правил торговли ценными бумагами, что позволяет ограничить количество незаконных операций и способов получения денежных средств. Фондовые биржи как полезные экономические инструменты позволяют направлять частные сбережения на долгосрочное финансирование экономического роста. Ориентиром в результате перераспределения инвестиционных ресурсов общества могут служить биржевые оценки прибыльности капиталовложений.

Для корпораций можно определить следующие основные ***этапы эмиссии ценных бумаг:***

1) первичная эмиссия (принимается решение о выпуске ценных бумаг, размещение проводится посредниками и андеррайтерами);

2) организация обращения ценных бумаг и выплата по ним доходов;

3) изъятие ценных бумаг из обращения.

На рынке ценных бумаг обращаются долго– и среднесрочные ценные бумаги. Ценными бумагами являются акция, облигация, вексель, чек, депозитный сертификат, казначейское обязательство и т. п.

1. ***Облигации*** выпускаются большими партиями и являются долговым обязательством корпорации. Они представляют свидетельство того, что корпорация, выпустившая облигации, обязуется выплатить их владельцу в течение определенного периода времени проценты по ним, а с наступлением срока выплаты должна погасить свой долг перед владельцем облигаций.

2. ***Вексель*** – это обещание корпорации-должника, которое является необеспеченным, выплатить в установленный срок долг и процент по нему. Он находится на последнем месте среди долговых обязательств фирмы.

3. ***Депозитный сертификат*** – финансовый документ, свидетельствующий о депонировании денежных средств с правом на получение депозита вкладчиком, выпускающийся кредитными учреждениями. Существуют депозитные сертификаты до востребования и срочные, в которых указывается срок изъятия вклада и размер процента.

4. ***Государственные ценные бумаги*** представляют собой долговые обязательства правительства. Они отличаются друг от друга по срокам погашения, датам выпуска, по размерам процентной ставки. Они являются альтернативой денежной эмиссии и инфляции при проявлении дефицита государственного бюджета.

Сегодня во многих странах обращаются государственные ценные бумаги следующих видов: казначейские обязательства, казначейские векселя и казначейские облигации, которые различаются по срокам погашения.

***Ценные бумаги с нефиксированным доходом* –** это ценные бумаги, представляющие собой прежде всего акции, которые удостоверяют, что в капитале акционерного общества имеется паевой вклад, а также, что существует право на получение доли прибыли в виде дивиденда.

***Смешанные формы* –** опционные займы и конверсионные долговые обязательства, которые обладают неким сходством с промышленными облигациями и представляют собой форму ценной бумаги, переходную к акциям с фиксированным доходом.

Суммарный доход облигации является довольно значимым показателем, поскольку в ходе оценки условий облигации дает реальное представление о состоянии счетов на данный момент времени. Чтобы определить совокупный доход по ценным бумагам с фиксированным доходом, необходимо номинальный процент разделить на эмиссионный курс.

***Акции*,** как указывалось нами выше, этоценные бумаги с нефиксированным доходом, которые выпускаются для увеличения собственного капитала акционерными компаниями. Акция – это титул собственности и в тоже время право на часть прибыли, называемую дивидендом. Одна из важнейших особенностей акции как титула собственности состоит в том, что акционер не вправе потребовать у акционерного общества вернуть внесенную им сумму. Именно это позволяет акционерному обществу свободно распоряжаться своим капиталом.

Таким образом, ***корпорации как крупные акционерные общества***, теснейшим образом взаимодействуют с рынком ценным бумаг, и не только со своими акциями, то также с облигациями и другими финансовыми инструментами. Поэтому финансовый директор корпорации должен хорошо ориентироваться в принципах фондового рынка и использовать их для максимизации благосостояния собственников корпорации.

**3.9. Определение стоимости и доходности ценных бумаг**

При оценке акций с целью купли‑продажи определяют их ***рыночную стоимость****,* под которой понимается наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией.

***Инвестиционная стоимость***отличается от рыночной индивидуальными предпочтениями инвестора. Внутренние возможности актива отражает его ***фундаментальная стоимость****,* которая в сравнении с рыночной стоимостью дает аналитикам и инвесторам сведения о том, какие именно акции следует приобретать, а какие – продавать. Если фундаментальная стоимость выше рыночной, то акции целесообразно покупать.

В момент покупки обычно известна только ***начальная стоимость актива***, а конечная стоимость и текущий доход за период являются неопределенными. Для преодоления неопределенности при инвестировании средств в акции разработан ряд подходов к оценке их стоимости:

♦ метод капитализации чистой прибыли;

♦ метод капитализации дивидендов;

♦ метод капитализации денежных потоков.

В наиболее общем виде определение стоимости может быть выражено формулой:

*P* = D/K,

где *P* – настоящая стоимость будущего дохода;

*D* – ожидаемый доход;

*K–* норма капитализации.

Принятие решений о приобретении акций строится на прогнозировании их рыночной цены, опирающемся на два подхода: фундаментальном и техническом.

***Фундаментальный анализ*** основывается на изучении показателей деятельности предприятия‑эмитента и факторов, определяющих его развитие.

***Технический анализ*** связан с изучением динамики цен на акции, объема их продаж и прочими рыночными индикаторами, которые помогают определить наиболее благоприятный момент совершения операций покупки‑продажи ценных бумаг.

***Главная цель инвестора*** – достичь оптимального соотношения между риском и доходом. По мере снижения риска, который характерен для данной ценной бумаги, растет ее ликвидность и падает доходность.

***Ликвидность***– способность финансового актива быстро превращаться в деньги для достижения конкретной цели инвестора.

***Доходность –***способность фондового инструмента приносить инвестору приемлемый уровень прибыльности на вложенный капитал. Доходы от финансовых инвестиций могут представлять собой либо текущие поступления (дивиденды, проценты), либо прирост капитала в форме будущего дохода, который может быть реализован только при продаже соответствующего актива.

***Показатели доходности*** используются для обоснования решений о целесообразности приобретения или выпуска акций и облигаций, привлечения кредитов и т. п. Исходная формула расчета доходности может быть представлена:



где *d* – доход, генерируемый активом (дивиденд, процент, прирост капитализированной стоимости); *CI –* величина инвестиций в актив.

В финансовом менеджменте используются следующие виды показателей доходности:

***фактическая доходность****,* которая рассчитывается на основе фактически полученных данных и имеет значение лишь для ретроспективного анализа;

***ожидаемая доходность****,* рассчитываемая на основе прогнозных данных в рамках имитационного перспективного анализа и используемая для принятия решения о целесообразности приобретения тех или иных ценных бумаг.

Алгоритм расчета доходности актива может представлен следующим образом:



где *dt* – общая доходность;

*ds* – текущая доходность;

*dc* – капитализированная доходность;

*P0* – цена приобретения актива;

*P*m – ожидаемая цена реализации актива;

*I* – регулярный доход от использования актива, полученный в виде процентов или дивидендов.

В соответствии с приоритетом в удовлетворении претензий по ценным бумагам и степенью гарантированности, а также величиной процентных выплат по ним определяется зависимость доходности от риска.

***Рискованность актива*** характеризуется степенью вариабельности дохода (или доходности), который может быть получен благодаря владению данным активом. Для измерения риска финансовых активов используются ряд статистических коэффициентов, в частности: размах вариации, дисперсия, среднеквадратичное отклонение, называемое иногда стандартным, и коэффициент вариации. Самый низкий риск и относительно низкая норма доходности характерны для краткосрочных государственных облигаций, наиболее значительный риск свойствен обыкновенным облигациям и производным ценным бумагам.

Таким образом, рассматривая стоимость и доходность ценных бумаг, финансовые менеджеры корпораций должны одновременно учитывать риски активов. Должна быть построены ***система мониторинга фондового рынка и распределения ответственности*** при принятии решений о купле-продаже ценных бумаг для корпорации в целях увеличения стоимости ее капитала.

**Контрольные вопросы:**

1. Каковы принципы формирования оптимальной структуры капитала корпорации?
2. Что такое собственный капитал?
3. В чем суть концепции стоимости капитала?
4. Как определяется цена заемного капитала?
5. В чем суть эффекта финансового рычага7
6. Как определить доходность ценной бумаги?
7. Как рассчитать стоимость акций корпорации?

**Глава 4. Принципы формирования оптимального бюджета**

**капиталовложений корпорации**

**4.1. Инвестиции и инвестиционная деятельность корпорации**

Термин «инвестиции» происходит от латинского ***invest,***что означает «вкладывать». В более широкой трактовке инвестиции выражают вложение капитала в предприятия с целью последующего его увеличения. При этом прирост капитала, полученный в результате инвестирования, должен быть достаточным, чтобы возместить инвестору отказ от использования собственных средств на потребление в текущем периоде, вознаградить его за риск и компенсировать потери от инфляции в будущем периоде.

Инвестиции выражают все виды имущественных и интеллектуальных ценностей, которые вкладываются в объекты предпринимательской деятельности, в результате которой образуется прибыль (доход) или достигается социальный эффект. Сфера, где осуществляются приобретение и реализация инвестиционных товаров по равновесным ценам, представляет собой рынок инвестиций.

***Классификация инвестиций*** может быть представлена следующим образом:

♦ в зависимости от источников финансирования выделяют государственные, муниципальные, отраслевые, частные, смешанные инвестиции;

♦ в зависимости от объектов инвестиций выделяют прямые (реальные) инвестиции в объекты отраслей реального производства, портфельные инвестиции в ценные бумаги, интеллектуальные инвестиции в науку, приобретение патентов и т. д.;

♦ по назначению различают производственные инвестиции (производственная сфера), инвестиции социального назначения (социальная сфера), инвестиции природоохранного и экологического назначения (экологическая сфера);

♦ по срокам инвестиции делятся на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные.

***Инвестиционная деятельность*** представляет собой совокупность практических действий предприятий по реализации инвестиций. Объектами данной деятельности являются:

1. вновь создаваемые и реконструируемые основные фонды производственного и непроизводственного назначения, а также оборотные активы во всех отраслях народного хозяйства;

2. ценные бумаги (акции, облигации и др.), т. е. финансовые инвестиции;

3. целевые вклады юридических и физических лиц в банках;

4. научно‑техническая продукция и другие объекты собственности, имущественные права и права на интеллектуальную собственность;

5. природные ресурсы (включая ресурсы земных недр, водных и лесных массивов).

Аналогичные объекты включают в себя иностранные инвестиции, если они не противоречат законодательству Российской Федерации. Иностранные инвесторы имеют право осуществлять инвестирование на территории России путем:

а) долевого участия в предприятиях, созданных на территории Российской Федерации совместно с отечественными юридическими и физическими лицами;

б) создания предприятий, полностью принадлежащих иностранным инвесторам, а также филиалов иностранных юридических лиц;

в) приобретения движимого и недвижимого имущества, фондовых ценностей и др.;

г) предоставления займов, кредитов и иных имущественных прав.

***Субъектами инвестиционной деятельности*** являются:

1. застройщики (инвесторы);

2. исполнители работ (подрядчики);

3. пользователи объектов инвестиционной деятельности;

4. поставщики товарно‑материальных ценностей, оборудования и проектной продукции для строительства объектов;

5. финансовые посредники (коммерческие банки, страховые компании, инвестиционные фонды, фондовые биржи и др.), осуществляющие операции с ценными бумагами;

6. иностранные юридические и физические лица, государства и международные организации.

Необходимо помнить, что субъекты инвестиционной деятельности действуют в инвестиционной сфере, где происходит практическая реализация инвестиций. В состав данной сферы включаются:

1. сфера капитального строительства, где происходит вложение реальных инвестиций в основные фонды отраслей хозяйства;

2. инвестиционная сфера, где реализуется научно‑техническая продукция и интеллектуальный потенциал;

3. сфера обращения финансового капитала (денежного, ссудного и финансовых обязательств в различных формах;

4. сфера реализации имущественных прав субъектов инвестиционной деятельности (рынок движимого и недвижимого имущества), где применяются залоговое право и ипотечный кредит.

Корпорации участвуют в инвестиционной деятельности на основе разработанной ранее инвестиционной политики. ***Инвестиционная политика*** – это составная часть общей финансовой стратегии корпорации, которая заключается в выборе и реализации наиболее рациональных путей расширения и обновления ее производственно-экономического потенциала, бизнес-процессов.

***При выработке инвестиционной политики*** необходимо предусмотреть:

1. достижение ***экономического, научно‑технического и социального эффекта*** от рассматриваемых мероприятий. При этом для каждого объекта инвестирования используются конкретные методы оценки эффективности. По итогам такой оценки осуществляется отбор отдельных инвестиционных проектов по критерию их эффективности (рентабельности). При прочих равных условиях принимаются к реализации те из них, которые обеспечивают предприятию максимальную эффективность;

2. получение корпорацией наибольшей ***прибыли на вложенный капитал*** при минимальных инвестиционных затратах, увеличение ее рыночной стоимости;

3***. рациональное распоряжение средствами*** на реализацию бесприбыльных инвестиционных проектов, т. е. снижение расходов на достижение соответствующего социального, научно‑технического или экологического эффекта реализации данных проектов;

4. использование корпорацией ***государственной поддержки*** для повышения эффективности инвестиций в форме гарантий Правительства РФ, бюджетных ссуд и т. д.;

5. привлечение субсидий и льготных кредитов ***международных финансово‑кредитных организаций*** и частных иностранных инвесторов;

6. обеспечение ***минимизации инвестиционных*** ***рисков***, связанных с реализацией конкретных проектов;

7. обеспечение ***ликвидности инвестиций*** следует предусматривать в силу значительных изменений внешней инвестиционной среды, конъюнктуры рынка или стратегии развития предприятия в предстоящем году. Из‑за воздействия этих факторов часто приходится принимать решение о своевременном ***выходе из неэффективных проектов и реинвестировании*** высвобождающегося капитала. С этой целью по каждому инвестиционному объекту следует оценить уровень ликвидности инвестиций. По итогам оценки проводится ранжирование реальных проектов по критерию их ликвидности. Отбираются для реализации те из них, которые имеют максимальный уровень ликвидности;

8. соответствие мероприятий, которые предусматривается осуществить в рамках инвестиционной политики, законодательным и другим правовым актам Российской Федерации по вопросам регулирования инвестиционной деятельности.

При разработке инвестиционной политики учитываются ***следующие факторы*:**

1) финансовое положение корпорации;

2) технический уровень производства, наличие у корпорации незавершенного строительства и неустановленного оборудования;

3) возможность получения оборудования по лизингу;

4) наличие у корпорации как собственных капиталов, так и возможности привлечения заемных средств в форме кредитов и займов;

5) финансовые условия инвестирования на рынке капитала;

6) льготы, получаемые инвестором от государства;

7) коммерческая и бюджетная эффективность намечаемых к реализации инвестиционных проектов;

8) условия страхования и получения гарантий от некоммерческих рисков.

Потребность корпорации в инвестиционных ресурсах соответствует расходам, которые необходимы с начала периода реализации инвестиционной политики. Стоимость объектов незавершенного строительства, оплаченного неустановленного оборудования, иные затраты истекших лет не включаются в общий объем капитальных вложений предстоящего периода.

При разработке инвестиционной политики корпорации рекомендуется определить общий объем инвестиций, способы рационального использования собственных средств и возможности привлечения дополнительных денежных ресурсов с кредитного и фондового рынков. Инвестиционные проекты в рамках долгосрочной стратегии корпорации целесообразно согласовывать между собой по объемам выделяемых ресурсов и срокам реализации исходя из достижения максимального общего экономического эффекта (дохода или прибыли), получаемого в процессе реализации инвестиционной политики.

Таким образом, инвестиции корпорации направлены на обеспечение дальнейшего ее развития, расширения сфер деятельности и рынков присутствия. Поскольку инвестиции предполагают затраты значительных средств, принципы формирования инвестиционной политики корпорации должны быть особенно тщательно выверены.

**4.2. Принципы формирования источников инвестиций**

В соответствии с действующим законодательством в России ***основными источниками финансирования*** инвестиций являются:

1. собственные финансовые ресурсы и внутрихозяйственные резервы инвесторов (чистая прибыль, амортизационные отчисления);

2. заемные средства инвесторов (банковских кредитов, облигационных займов и др.);

3. привлеченные финансовые средства инвесторов (средства, полученные от эмиссии акций, паевых и иных взносов юридических и физических лиц в уставный капитал);

4. денежные средства, централизуемые добровольными союзами (объединениями) предприятий и финансово‑промышленными группами, а также мобилизуемые инвесторами для долевого участия в строительстве объектов;

5. средства федерального бюджета, предоставляемые на безвозмездной и возмездной основе; средства бюджетов субъектов Российской Федерации;

6. средства внебюджетных фондов (например, дорожного фонда);

7. средства, предоставляемые иностранными инвесторами в форме кредитов, займов и т. д.

В составе ***собственных источников*** ведущее место занимают прибыль и амортизационные отчисления. После уплаты налогов и других платежей из прибыли в бюджет у предприятий остается чистая прибыль. Часть ее предприятие вправе направить на капитальные вложения производственного и непроизводственного назначения. Эта часть прибыли может использоваться на инвестиции в составе фонда накопления или другого аналогичного фонда, создаваемого в корпорации.

Вторым крупным источником финансирования инвестиций в основные средства корпорации являются ***амортизационные отчисления*** (как составная часть фонда возмещения).

Государство осуществляет финансирование инвестиционной деятельности в отраслях хозяйства путем финансовой поддержки целевых строительных программ. Суммы ассигнований на указанные цели предусматриваются ежегодно в утверждаемых бюджетах и инвестиционных программах в объемах централизованных капитальных вложений.

Эти капиталовложения (государственные инвестиции), выделяемые на воспроизводство основных фондов, финансируются из федерального и региональных бюджетов на безвозвратной и возвратной основе.

***Бюджетные ассигнования***, предоставляемые на возвратной основе для финансирования государственных инвестиций, ежегодно предусматриваются в федеральном бюджете по соответствующим разделам функциональной классификации. Средства федерального бюджета на возвратной основе предоставляются через федеральные органы исполнительной власти, администрации субъектов Российской Федерации и другие российские юридические лица, которые являются агентами Правительства Российской Федерации.

Реальным финансовым инструментом активизации инвестиционной деятельности в стране служит Бюджет развития. С его помощью государство стимулирует в дополнение к средствам федерального бюджета привлечение денежных ресурсов частных инвесторов и инвестиционных институтов. Средства Бюджета развития расходуются на конкурсной, возвратной, срочной и платной основе с учетом отраслевых приоритетов, которые устанавливаются Правительством Российской Федерации.

***Важнейшие направления*** использования данных средств - следующие:

а) производственные капитальные вложения;

б) закупка оборудования в счет иностранных кредитов;

в) финансовая поддержка экспорта;

г) санация предприятий и др.

Долгосрочные кредиты коммерческих банков направляются сейчас в реальные и быстро реализуемые проекты с высокой нормой прибыльности (доходности) инвестиций. Необходимо отметить, что в отличие от бюджетных средств, привлечение долгосрочных кредитов банков на капиталовложения повышает ответственность заемщиков за их рациональное использование благодаря возвратности и платности заемных средств.

Конкретные сроки предоставления долгосрочного кредита и сроки его погашения определяются договором между заемщиком и банком. Однако долгосрочным кредитованием капиталовложений способны заниматься сейчас только крупные коммерческие банки.

Однако наиболее выгодным источником финансирования инвестиций в основные средства корпорации остаются ***амортизационные отчисления***, которые тем больше, чем более оснащена корпорация основным капиталом. Процесс начисления амортизации представляет собой процесс перенесения стоимости амортизируемых основных фондов на стоимость производимой продукции (работ, услуг).

В настоящее время в области амортизационной политики права корпорации существенно расширены. Предприятие самостоятельно при утверждении учетной политики и на период всего срока амортизации выбирает один из четырех способов начисления амортизационных отчислений, определенных Методическими указаниями по бухгалтерскому учету основных средств и ПБУ- 6**:**

1) линейный метод;

2) метод уменьшаемого остатка;

3) метод списания стоимости основных средств по сумме числа лет их полезного использования;

4) метод списания стоимости пропорционально объему продукции (работ).

Рассмотрим эти методы подробнее:

♦ линейный способ: сумма амортизационных отчислений определяется исходя из первоначальной стоимости основных фондов и нормы амортизации, исчисленной исходя из срока полезного использования основных фондов;

♦ способ уменьшаемого остатка: сумма амортизационных отчислений определяется исходя из остаточной стоимости основных фондов на начало отчетного года и нормы амортизации, исчисленной исходя из срока полезного использования этих основных фондов и коэффициента не выше 3;

♦ способ списания стоимости по сумме лет срока полезного использования: сумма амортизационных отчислений определяется исходя из первоначальной стоимости основных фондов и годового соотношения, где в числителе – число лет, остающихся до конца срока службы объекта, а в знаменателе – сумма чисел лет срока службы объекта;

♦ способ списания стоимости пропорционально объему продукции: начисление амортизации производится исходя из натурального показателя объема продукции и соотношения первоначальной стоимости основных фондов и предполагаемого объема продукции (работ) за весь период.

Амортизация не начисляется:

♦ по объектам жилищного фонда;

♦ по объектам основных средств, используемым для реализации законодательства РФ о мобилизации;

♦ по объектам основных средств некоммерческих организаций;

♦ по объектам основных средств, потребительские свойства которых с течением времени не изменяются.

При выборе способа начисления амортизации инвестор руководствуется желанием вернуть вложения в основные средства в самый короткий срок, так как все амортизационные отчисления включаются в себестоимость продукции (работ, услуг) и возмещаются из выручки от продажи товаров.

Следовательно, амортизационные отчисления, с одной стороны, являются элементом текущих эксплуатационных затрат и участвуют в формировании прибыли корпорации, а с другой – выступают налоговыми вычетами, позволяющими исключить из налогооблагаемой базы определенную часть доходов предприятия. Начисление амортизации приостанавливается на период восстановления объектов основных средств продолжительностью более одного года. Амортизационные отчисления по основным средствам показываются в учете того отчетного периода, к которому они относятся, и начисляются независимо от финансовых результатов деятельности предприятия в данном периоде.

Амортизационные отчисления являются объектом финансового планирования, т. е. включаются в доходный раздел финансового плана (бюджета доходов и расходов) предприятия. Для определения суммы этих отчислений можно пользоваться как методами прямого счета, так и аналитическим методом. При использовании прямого (линейного) метода расчета сумма амортизационных отчислений (А) устанавливается по формуле:



где *СБi* – балансовая стоимость i‑ro объекта (или их группы), тыс. руб.;

*Hj* – норма амортизации по объекту i‑ro вида, %;

*п* – количество объектов (или их групп), по которым начисляется амортизация (*i* = 1, 2, 3, п).

При использовании аналитического метода сначала исчисляется средняя стоимость амортизируемых основных фондов на планируемый год (Сос) по формуле:

*Сос* = *СБ* + *В×К/12 –* В1×(12 – К)/12,

где СБ – балансовая стоимость основных средств предприятия на начало расчетного периода;

*В* – стоимость вводимых в эксплуатацию основных средств в планируемом периоде;

*В1* – стоимость выбывающих из эксплуатации основных средств в планируемом периоде;

*К* – число полных месяцев функционирования основных средств в планируемом периоде;

12 – *К –* число месяцев, остающихся до конца года после выбытия основных средств.

Среднюю стоимость основных средств, амортизируемых в плановом году, умножают на среднюю фактическую норму амортизации *(Нф),* которая сложилась по отчету предприятия за базовый год:

*А* = *Сос*× *Нф* /100.

Определенную расчетным путем сумму амортизационных отчислений включают в бюджет доходов и расходов предприятия на предстоящий год. Аналитический метод расчета (в отличие от метода прямого счета) более прост в использовании, но дает менее точный результат, так как расчет ведется не по каждому инвентарному объекту, а по всем основным средствам предприятия.

Таким образом, существует множество возможных источников инвестиций для развития корпорации. С ними необходимо грамотно работать, учитывая их цену и рассчитывая их величину, которую можно использовать в бюджетах капиталовложений по тому или иному направлению.

### 4.3. Общий алгоритм принятия инвестиционных решений. Срок окупаемости

Современный подход к принятию решений по инвестициям предполагает их изучение как совокупности инвестиционных проектов, каждый из которого имеет начало, окончание, свой бюджет и свою команду проекта для его реализации. Поскольку проекты, как правило, продолжительны по времени, для оценки их целесообразности корпорациям рекомендуется использовать теорию ценности денег во времени (см.1.6. данной работы). При этом происходит построение дисконтированных денежных потоков по каждому проекту и применяется методика оценки по совокупности критериев ценности проекта. Это позволяет отобрать проекты для дальнейшего рассмотрения, проанализировать проектные альтернативы, оценить проект с точки зрения инвестора и т.д.

Принятие соответствующего окончательного решения по выбора проектов на реализацию базируется на сравнении полученного расчетного результата с так называемой **"*точкой отсчета*"** (cut of point). Экспертиза проекта призвана сравнить ситуацию "без проекта" с ситуацией "с проектом", т.е. проанализировать только те изменения в затратах и выгодах, которые обусловлены данным проектом.

Другими словами:

***Ценность проекта = Изменение выгод в результате проекта - Изменение затрат как результат проекта.***

Рассмотрим несколько примеров.

1) Предположим, что некоторое предприятие обеспечивало ежегодных темп роста производства, равный 1%. Реализация проекта замены оборудования обеспечила увеличение ежегодного темпа роста производства до 5%. Что дал проект предприятию? Итак, в ситуации "без проекта" — 5%, значит проект обеспечил увеличение ежегодного темпа роста производства на 4%.

2) Представим себе такую ситуацию. На некотором предприятии прогнозируется падение производства на 7% в год. Руководство предприятия разработало проект, который, хотя и не прекратит падение производства, но все же сократит его темп до 3% в год. Эксперт, сравнивающий ситуацию без проекта и с проектом отвергнет проект на том основании, что произойдет падение производства на 3%, в то время как результатом проекта на самом деле явилось повышение производства по сравнению с тем уровнем, который наблюдался бы, если бы проект не был осуществлен.

Этот пример наглядно показывает несколько важно при принятии решений измерять и сравнивать не просто все выгоды и затраты по проекту, а их приростные значения.

В условиях совершенной конкуренции основным критерием эффективности инвестиционного проекта является уровень прибыли, полученной на вложенный капитал. При этом под прибыльностью (доходностью) понимается не просто прирост капитала, а такой темп его роста, который полностью компенсирует общее изменение покупательной способности денег в течение рассматриваемого периода, обеспечивает минимальный уровень доходности и покрывает риск инвестора, связанный с осуществлением проекта.

Таким образом, проблема оценки привлекательности инвестиционного проекта заключается в определении уровня его доходности.

В Российской же практике инвестиционного проектирования существуют два основных подхода к решению этой проблемы, и методы оценки эффективности инвестиций можно разделить на две группы:

* простые или статические;
* методы дисконтирования.

К простым методам можно отнести расчет срока окупаемости и простую норму прибыли. Они не учитывают дисконтированные денежные потоки по проектам и делают основным показатель срока окупаемости проекта (что особенно важно при наличии кризисных ситуаций в экономике и ее нестабильности, не позволяющей вести обоснованные расчеты на долгосрочные периоды времени).

***Срок окупаемости (Payback period)*** — это ожидаемый период возмещения первоначальных вложений из чистых поступлений (где чистые поступления представляют собой денежные поступления за вычетом расходов). Таким образом, определяется время, за которое поступления от оперативной деятельности предприятия (***cash inflows)*** покроют затраты на инвестиции.

Если же ежегодные денежные поступления неодинаковы, то расчет производится постепенно, при этом на каждом интервале планирования из общего объема первоначальных затрат вычитаются амортизационные отчисления и чистая прибыль, пока потоке станет отрицательным. Другими словами, срок окупаемости инвестиций - число базовых периодов, за которым инвестиция будет полностью возмещена за счет генерируемых притоков денежных средств.

К достоинствам этого метода следует отнести в первую очередь простоту расчетов. В силу этого качества, отсекая наиболее сомнительные и рискованные проекты, в которых основные денежные потоки приходятся на конец периода, метод иногда используется как простой метод оценки риска инвестирования. Такой подход бывает выгоден для оценки проектов, касающихся тех продуктов, спрос на которые нестабилен. Кроме того, он удобен для быстрого оценивания (отбраковки) проектов в условиях нехватки ресурсов.

Однако у данного метода есть и очень серьезные недостатки.

Во-первых, выбор нормативного срока окупаемости может быть субъективен.

Во-вторых, метод не учитывает доходность проекта за пределами срока окупаемости и, значит, не может применяться при сравнении вариантов с одинаковыми периодами окупаемости, но различными сроками жизни.

Кроме того, метод не годится для оценки проектов, связанных с принципиально новыми продуктами. Точность расчетов по такому методу в большей степени зависит от частоты разбиения срока жизни проекта на интервалы планирования.

Риск проекта также оценивается весьма грубо.

И, наконец, один из наиболее серьезных недостатков этого показателя — отсутствие учета временной стоимости денег.

Основной недостаток показателя срока окупаемости как меры эффективности заключается в том, что он не учитывает весь период функционирования инвестиций и, следовательно, на него не влияет вся та отдача, которая лежит за его пределами. И, следовательно, такая мера, как срок окупаемости, должна служить не критерием выбора, а использоваться лишь в виде ограничения при принятии решения. Соответственно, если срок окупаемости проекта больше, чем принятое ограничение, то он исключается из списка возможных инвестиционных проектов.

Рассмотрим теперь второй показатель, широко используемый в российской практике оценки инвестиций **- *простую норму прибыли (Simple rate of return).***

Критерий показывает, какая часть инвестиционных затрат возмещается в виде прибыли в течение одного интервала планирования. Сравнивая рассчитанную величину нормы прибыли с минимальным или средним уровнем доходности, инвестор может прийти к заключению о целесообразности дальнейшего анализа данного инвестиционного проекта.

**14**

Преимущества данного метода, как и первого, включают простоту расчетов. Кроме того, оценивается прибыльность проекта. Однако норма прибыли обладает существенными недостатками и также является достаточно грубым методом: не учитывается ценность будущих поступлений (как и в первом случае), существует большая зависимость от выбранной величины чистой прибыли, рассчитанная норма прибыли играет роль средней за весь период.

Таким образом, в оценке инвестиций корпораций следует отдать предпочтение дисконтированным критериям, которые дают возможность избавиться от основного недостатка простых методов оценки — невозможности учета ценности будущих денежных поступлений по отношению к текущему периоду времени и, таким образом, получить более корректные оценки эффективности проектов, особенно связанных с долгосрочными вложениями.

**4.4. Чистая приведенная стоимость (NPV). Индекс доходности инвестиций (PI)**

В настоящее время при оценке и экспертизе инвестиционных проектов в мировой практике предусмотрены определенные типовые подходы, которые наиболее полно изложены в рекомендациях ЮНИДО. Учтены они и в «Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования», применяемых в России. Поэтому логично было бы использовать данные подходы и для целей нормативного прогнозирования.

Так, основные финансово- экономические критерии стандартной оценки инвестиций могут быть разделены на два класса:

* базирующиеся на учетных оценках (не учитывающие фактор времени), и
* базирующиеся на дисконтных оценках (учитывающие фактор времени и теорию временной стоимости денег).

Суть этих критериев, а также формулы для расчета сведены нами в таблице 4.1.

Таблица 4.1.

Основные критерии оценки и выбора инвестиционных проектов

|  |  |
| --- | --- |
| Критерии, базирующиеся на учетных оценках | Критерии, базирующиеся на дисконтных оценках |
| Критерий Р (Payback)  P=, P  где Р-сальдо прогнозного денежного потока в к-й период, а IC- размер инвестиций (Invest Cost) | Критерий NРV (Net Present Value)  NРV =, NРV  где Р-сальдо прогнозного денежного потока в к-й период, а IC- размер инвестиций (Invest Cost), r-ставка процента (норма желаемой доходности, или норма доходности безрисковых вложений). |
| Критерий РP (Payback Period) | Критерий РI (Profitabale Index)  , PI |
| Критерий ARR (Accounting of return)  , где PN (Profit Net)-чистая прибыль проекта, RV (Retun Value)-ликвидационная стоимость | Критерий IRR ( Internal rate of return)  IRR =r, при котором NРV=0 |

Вышерассмотренные критерии могут применяться не только при оценке и выборе инвестиционных проектов для реализации, но и при контроле хода инвестиционного процесса на последующей стадии. Так, если какой – либо фактический показатель отклонился от допустимого, то может быть произведена оценка целесообразности продолжения работ (возможно, выгоднее продать незавершенный проект или просто «заморозить» его). Можно также отслеживать тенденции изменения данных показателей - развиваются они в сторону выхода из допустимых интервалов, или стабильно удерживаются внутри этих зон.

Кроме того, каждое предприятие может ужесточить вышеизложенные требования, установив свои ограничения. Например, потребовать, чтобы ARR было не менее 0,15, или NРV не ниже 100. Большое значение для предприятия имеет выбор минимально приемлемой для фирмы отдачи инвестиций (IRR), которую иначе называют пороговой рентабельностью или барьерной ставкой. От данного норматива будут зависеть все решения о привлечении сторонних источников финансирования инвестиций, равно как и представления о целесообразно реинвестирования прибыли в рассматриваемый проект. Естественно, что могут быть добавлены и иные прогнозные нормативы.

Рассмотрим подробнее ***наиболее часто применяемый критерий NPV.***

Введем дополнительные обозначения:

*Bt — выгоды проекта в год t*

*Ct — затраты проекта в год t*

*t = 1 ... n — годы жизни проекта*

Тогда перечисленные критерии можно рассчитать следующим образом:

***Чистая текущая стоимость***

15

Инвестору следует отдавать предпочтение только тем проектам, для которых NPV имеет положительное значение. Отрицательное же значение свидетельствует о неэффективности использования денежных средств: норма доходности меньше необходимой.

Из приведенного выше выражения ясно, что абсолютная величина чистого приведенного дохода зависит от двух видов параметров. Первый характеризует инвестиционный процесс объективно и определяется бизнес-процессами. Ко второму виду следует отнести ставку дисконтирования.

Проанализируем зависимость NPV от ставки r для случая, когда вложения осуществляются в начале процесса, а отдача идет примерно равномерная. Когда ставка сравнения достигает некоторого значения r\*, эффект инвестиций оказывается нулевым. Любая ставка, меньшая, чем r\*, соответствует положительной оценке NPV.

При высоком уровне ставки отдельные платежи оказывают малое влияние на NPV. В силу этого различные по продолжительности периодов отдачи варианты могут оказаться практически равноценными по конечному экономическому эффекту. В то же время ясно, что при всех прочих равных условиях проект с более длительным периодом поступлений доходов предпочтительней.

В связи с необходимостью учета этого фактора в финансовой литературе обсуждаются некоторые дополнительные показатели, которые базируются на различных подходах к двум частям потока поступлений — в пределах срока окупаемости и за этими пределами. Те поступления, которые охватываются сроком окупаемости, рассматриваются как покрытие инвестиций, остальные поступления считаются чистым доходом и на них дисконтирование не распространяется. Трудно найти какие-либо экономические обоснования для такой трактовки. Налицо лишь стремление усилить важность второй части потока платежей. С таким же успехом, вероятно, усиление второй части можно было бы достичь и иным путем, например, умножая на какой-либо коэффициент и т.д. Дальнейшая модификация идет по линии еще большего внесения в методики расчета субъективных элементов. Так, теперь уже встречаются утверждения, что деление потока поступлений на основе срока окупаемости вовсе не обязательно. Это деление может осуществляться и любым иным путем. В частности, предлагается просто выделять первые семь лет инвестиционного процесса.

Одним из основных факторов, определяющих величину чистой текущей стоимости проекта, безусловно, является масштаб деятельности, проявляющийся в "физических" объемах инвестиций, производства или продаж. Отсюда вытекает естественное ограничение на применение данного метода для сопоставления различающихся по этой характеристике проектов: большее значение NPV не всегда будет соответствовать более эффективному варианту капиталовложений.

Таким образом, при всех достоинствах этот критерий не позволяет сравнивать проекты с одинаковой NPV, но разной капиталоемкостью. В таких случаях можно использовать следующий критерий: ***индекс прибыльности*.**

Индекс прибыльности (profitability index, PI) показывает относительную прибыльность проекта, или дисконтированную стоимость денежных поступлений от проекта в расчете на единицу вложений. Он рассчитывается путем деления чистых приведенных поступлений от проекта на стоимость первоначальных вложений:

16

где: *NPV — чистые приведенные денежные потоки проекта ();*

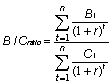
*Со — первоначальные затраты.*

Критерий принятия проекта совпадает с критерием, основанным на NPV, (PI>0), однако, в отличие от NPV, PI показывает ***эффективность вложений***, т.к.это относительный критерий. Так для двух проектов, В1=$1000, С1=$990 и B2=$100, С2=$90 (без учета дисконтирования) NPV одинаково и равно $10, а PI соответственно равно 1% и 10%. Проекты с большим значением индекса прибыльности являются к тому же более устойчивыми. Так в нашем примере 5% рост издержек делает первый проект убыточным, в то время, как второй остается прибыльным.

Однако не следует забывать, что очень большие значение индекса прибыльности не всегда соответствуют высокому значению NPV и наоборот. Дело в том, что имеющие высокую чистую текущую стоимость проекты не обязательно эффективны, а значит, имеют весьма небольшой индекс прибыльности.

Поэтому очень часто для оценки проектов вводят такой дополнительный показатель, как: ***отношение выгоды/затраты*.**

Отношение выгоды/затраты или прибыли/издержки (Benefits to Costs Ratio) рассчитывается по следующей формуле и показывает частное от деления дисконтированного потока выгод на дисконтированный поток затрат



где: *Bt — выгоды в год t;*

*Ct — затраты в год t;*

*r — норма дисконта;*

*t — год осуществления проекта.*

Если B/Cratio больше единицы, то доходность проекта выше, чем требуемая инвесторами, и ***проект считается привлекательным***.

Этот показатель может быть использован для демонстрации того, насколько возможно увеличение затрат без превращения проекта в экономически непривлекательное предприятие. Так, значение данного показателя, равное 1.05, показывает, что при росте затрат на 6% значение индекса прибыльности упадет ниже точки самоокупаемости, которая равна 1.00. Таким образом, становится возможным ***быстро оценить воздействие на результаты проекта экономического и финансового рисков.***

При выборе критерия инвесторы хотят быть уверенными в том, что он даст точную оценку проекта и правильно ранжирует альтернативы.

Во многих случаях NPV и B/Cratio одинаково выбирают лучший из двух проектов. Однако в некоторых ситуациях при выборе одной из нескольких альтернатив данные методы дают противоречивые результаты.

На графике, где по осям откладываются приведенные стоимости издержек и доходов найдем точки, соответствующие проектам с равными значениями NPV и B/Cratio (Рис.4.1.)

**Выбор проекта при бюджетном ограничении**

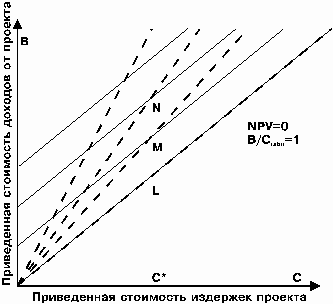


Рисунок 4.1. Выбор проекта при бюджетном ограничении

Если оцениваются проекты в условиях строгого бюджетного ограничения С=С\*, то не возникает никаких проблем. Границы эффективности совпадают для обоих критериев (NPV = 0 B/Cratio = 1). Проекты лежащие выше на вертикальной линии имеют большую доходность; М предпочитается L и уступает N,

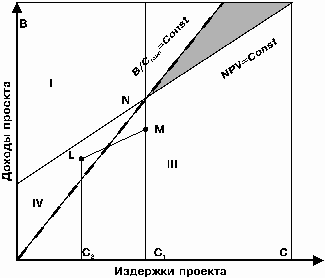


Рисунок 4.2. Противоречия NPV и B/Cratio

Если же сравниваются проекты с разными издержками, возникают противоречия между упорядочениями по разным критериям (Рис.4.2.). Так, по отношению доходы/издержки L>N>M. Однако NPV проектов L и М равны, а у проекта N даже выше, то есть N>M=N. Такой парадокс заставляет задуматься над выбором критериев для ранжирования.

Вывод: данные два критерия зачастую эквивалентны. Однако метод NPV предпочтителен при сравнении взаимно исключающих проектов при неограниченном финансировании.

Очевидно, что выбор ставки дисконтирования при подсчете NPV, B/C ratio и PI оказывает значительное влияние на итоговый результат расчета, а следовательно, и на его интерпретацию. Величина ставки дисконтирования, вообще говоря, зависит от темпа инфляции, минимальной реальной нормы прибыли и степени инвестиционного риска. (Минимальной нормой прибыли считается наименьший гарантированный уровень доходности на рынке капиталов, то есть нижняя граница стоимости капитала.) В качестве приближенного значения ставки дисконтирования можно использовать существующие усредненные процентные ставки по долгосрочным банковским кредитам.

Для целей оценки чувствительности проекта могут быть использованы и вероятностные подходы. Если учесть, что прогноз любого инвестиционного показателя может быть многовариантным, так как лежащий в его основе будущий денежный поток зависит от огромного множества факторов, то рекомендуется проводить расчет математического ожидания, разброса и вариации исследуемой случайной величины.

Рассмотрим данный подход на примере чистой текущей стоимости (NРV), которая считается основным по значимости нормативным показателем инвестиции. Математическое ожидание вероятностного распределения возможных чистых текущих стоимостей определится как:

**,**

где NPV - чистая текущая стоимость для i-го возможного денежного потока, а PR-вероятность появления i-го возможного денежного потока. При нахождении вероятностной функции могут использоваться как статистические методы (при наличии базы данных предыдущих периодов и их сравнимости с предполагаемыми инвестициями), или метод экспертных оценок.

Стандартное отклонение возможных чистых текущих стоимостей как результата инвестиции будет определяться по формуле:

**,** а коэффициент вариации будет равняться **,**

при этом ошибка прогноза чистого приведенного дохода определятся как:

0,78\* V\*100%.

Таким образом, расчет NPV как основного критерия эффективности инвестиционного проекта базируется на теории временной стоимости денег и концепции дисконтированных денежных потоков. Может оцениваться также чувствительность NPV с учетом вариаций дисконтированных денежных потоков в зависимости от тех или иных факторов.

**4.5. Внутренняя норма доходности (IRR). Противоречие критериев NPV и IRR**

Внутренняя норма рентабельности или доходности IRR (Internal Rate of Return) – это такое значение процентной ставки r\*, при котором NPV=0. В этой точке ***дисконтированный поток затрат равен дисконтированному потоку выгод.*** Она имеет конкретный экономический смысл дисконтированной "точки безубыточности" и называется внутренней нормой рентабельности, или, сокращенно, IRR. Этот критерий позволяет инвестору проекта оценить целесообразность вложения средств. Если банковская учетная ставка больше IRR, то, по-видимому, положив деньги в банк, инвестор сможет получить большую выгоду.

Если капиталовложения осуществляются только за счет привлеченных средств, причем кредит получен по ставке i, то разность (r\* — i) показывает эффект инвестиционной (предпринимательской) деятельности. При r\*=i доход только окупает инвестиции (инвестиции бесприбыльны), при r\*<i инвестиции убыточны.

Еще один вариант интерпретации состоит в трактовке внутренней нормы прибыли как предельного уровня доходности (окупаемости) инвестиций, что может быть критерием целесообразности дополнительных капиталовложений в проект.

За рубежом часто расчет IRR применяют в качестве первого шага количественного анализа капиталовложений. Для дальнейшего анализа отбирают те инвестиционные проекты, IRR которых оценивается величиной не ниже 10—20%.

Внутренняя ставка дохода от проектов, принятых для финансирования, варьируется в зависимости от отрасли экономики и от того, является проект частным или государственным предприятием. Имеются две причины такого положения.

Во-первых, различны степени риска. Так, например, разведка полезных ископаемых — более рискованное предприятие, чем орошаемое земледелие, и поэтому инвесторы в горнорудный проект могут потребовать более высокой ставки дохода для компенсации большего риска, которому они подвергаются по сравнению с инвесторами в сельскохозяйственное предприятие. Во-вторых, частные инвесторы, как правило, преследуют только свои интересы при выборе объекта для инвестирования и требуют порой гораздо больший уровень нормы прибыли, нежели государство, осуществляющее социальные задачи.

Точный расчет величины IRR возможен только при помощи компьютера, однако возможен приближенный расчет IRR, и мы рассмотрим его на конкретном примере.

Пример: Инвестор вложил в строительство предприятия по производству авиалайнеров 12 млн. долларов. Планируемые ежегодные поступления (выгоды) составят:

1 год — 4 млн. долларов

2 год — 6 млн. долларов

3 год — 8 млн. долларов

4 год — 3 млн. долларов

Определим внутреннюю норму рентабельности проекта (см. Таблица 4.2.).

Таблица 4.2.

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Год | Ставка процента 10% | Приведенные поступления | Ставка процента 20% | Приведенные поступления | Ставка процента 30% | Приведенные поступления |
| 1 | 0.909091 | 3636364 | 0.833333 | 3333332 | 0.769231 | 3076924 |
| 2 | 0.826446 | 4958676 | 0.694444 | 4166664 | 0.591716 | 3550296 |
| 3 | 0.751315 | 6010520 | 0.578704 | 4629632 | 0.455166 | 3641328 |
| 4 | 0.683013 | 2049039 | 0.482253 | 1446759 | 0.350128 | 1050384 |
| Затрат |  | -12000000 |  | -12000000 |  | -12000000 |
| NPV |  | 4654599 |  | 1576387 |  | -681068 |

Как следует из примера, чистая приведенная стоимость (NPV) имела положительное значение при ставках дисконтирования 10% и 20%. При ставке дисконтирования 30% NPV является отрицательной величиной. Следовательно, значение внутреннего коэффициента рентабельности находится в диапазоне между 20 и 30 процентами, причем ближе к 30%.. Точка пересечения линии и оси абсцисс будет соответствовать значению IRR.

Кроме того, значение этого критерия (IRR) можно найти на основании применения формулы, известной из теории аналитической геометрии, которая в наших обозначениях приведена ниже:

20

Подставляя соответствующие значения показателей получаем: IRR = 26,98%

Разработаны приемы расчета IRR, в том числе компьютерные, основанные на итеративном приближении с помощью линеаризации к точке r\*. Ряд электронных таблиц (например, программный пакет Lotus 123, Exel, QPRO) позволяет, задав "местоположение" денежного потока, исчислить соответствующее значение NPV (при известной r) и IRR.

***Обобщим все вышеизложенное:***

Во-первых, значение IRR может трактоваться как ***нижний гарантированный уровень прибыльности инвестиционного проекта***. Таким образом, если IRR превышает среднюю стоимость капитала (например, ставку по долгосрочным банковским активам) в данной отрасли и с учетом инвестиционного риска данного проекта, то проект можно считать привлекательным.

С другой стороны, внутренняя норма рентабельности ***определяет максимальную ставку платы за привлекаемые источники*** финансирования проекта, при которой последний остается безубыточным. При оценке эффективности общих инвестиционных затрат, например, это может быть максимальная ставка по кредитам.

И, наконец, внутреннюю норму прибыли иногда рассматривают как ***предельный уровень доходности инвестиций***, что может быть критерием целесообразности дополнительных вложений в проект.

***К достоинствам этого критерия*** можно отнести объективность, независимость от абсолютного размера инвестиций, оценку относительной прибыльности проекта, информативность. Кроме того, он легко может быть приспособлен для сравнения проектов с различными уровнями риска: проекты с большим уровнем риска должны иметь большую внутреннюю норму доходности. Однако у него есть и недостатки: сложность "безкомпьютерных" расчетов и возможная объективность выбора нормативной доходности, большая зависимость от точности оценки будущих денежных потоков.

Критерии NPV, IRR и PI, наиболее часто применяемые в инвестиционном анализе, являются фактически разными версиями одной и той же концепции, и поэтому их результаты связаны друг с другом. Таким образом, можно ожидать выполнения следующих математических соотношений для одного проекта:

**Если NPV>0, то PI>1 и IRR>r**

**Если NPV<0, то PI<1 и IRR<r**

**Если NPV=0, то PI=1 и IRR=r**

***где r — требуемая норма доходности (альтернативная стоимость капитала).***

При работе по указанным критериям у аналитиков иногда возникают некоторые проблемы, решение которых лежит вне инструментария расчетов.

Например,

а) для вычисления NPV и PB необходимо заранее определить величину процентной ставки;

б) некоторые виды денежных потоков могут иметь вид, изображаемый рисунком 4.3.:

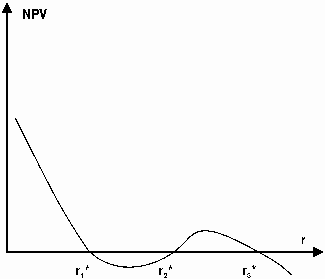


Рисунок 4.3. Многозначность внутренней ставки доходности

т.е. несколько значений IRR в ходе проектного цикла (причины этого явления могут крыться в процессах реинвестирования), что усложняет сравнение r1\*, r2\*, r3\* и т. д. с банковской учетной ставкой. Естественно использовать для этого наименьшее значение из всего полученного ряда;

в) в процессе расчетов NPV для альтернативных проектов необходимо дисконтировать строго к одному и тому же моменту времени.

Вообще говоря, часто встает вопрос о необходимости человеко-машинного способа принятия решения в отношении альтернативных проектов. Однако эксперт должен четко представлять возможные последствия принимаемых им решений.

Таким образом, сравнение проектов с целью принятия правильных инвестиционных решений является самой сложной проблемой в планировании развития корпорации. Хотя достаточно часто рассмотренные критерии оценки эффективности инвестиционных проектов дают сходное ранжирование проектов по степени привлекательности, тем не менее бывают конфликты между различными критериями, что требует более подробного анализа и экспертизы.

**4.6. Финансирование инвестиций в нематериальные активы**

В отличие от основных средств нематериальные активы не являются материально‑вещественными ценностями. В отличие от товаров они не предназначены для продажи и используются в производстве в течение более длительного времени (свыше года), чем производственные запасы.

***К нематериальным активам*** относят:

♦ объекты интеллектуальной собственности:

• исключительное право патентообладателя на изобретение, промышленный образец, полезная модель;

• исключительное авторское право на программы для ЭВМ, базы данных;

• имущественное право автора или иного правообладателя на топологии интегральных микросхем;

• исключительное право владельца на товарный знак и знак обслуживания;

♦ деловая репутация;

♦ организационные расходы.

Организационные расходы – это затраты, произведенные в период создания предприятия (на разработку учредительных документов, оплату консультационных и посреднических услуг, пошлин и сборов и др.).

Особым видом нематериальных активов является ***деловая репутация*** (англ. *goodwill* – право продолжать производство и торговлю под фирмой предшественника). Деловая репутация отражает уровень деловой репутации корпорации, которая выявляется при его покупке по цене, превышающей стоимость его активов.

Нематериальные активы могут поступать в корпорацию ***различными путями:***

1. в счет взносов учредителей в уставный капитал;

2. приобретения за плату у юридических и физических лиц;

3. поступления безвозмездно от других предприятий и граждан.

Нематериальные активы отражают в учете и отчетности в сумме затрат на приобретение, изготовление и расходов на их доведение до состояния, пригодного для полезного использования.

Указанные активы могут выбывать с предприятия вследствие:

1) продажи (реализации);

2) списания по причине нецелесообразности дальнейшего использования;

3. вложений в капитал других предприятий;

4) безвозмездной передачи;

5) вклада в совместную деятельность.

***Источниками финансирования*** приобретения нематериальных активов являются:

а) амортизационные отчисления, поступающие в составе выручки от реализации продукции (работ, услуг) на расчетный счет предприятия;

б) чистая прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия;

в) средства, поступающие с фондового рынка от продажи ценных бумаг;

г) ссуды коммерческих банков и др.

При этом необходимо помнить, что по объектам, по которым производится погашение стоимости, нематериальные активы равномерно (ежемесячно) переносят свою первоначальную стоимость на издержки производства или обращения по нормам, определяемым корпорацией исходя из установленного срока их полезного использования. По нематериальным активам, по которым невозможно установить срок полезного использования, нормы переноса определяются в расчете на 10 лет (но не более срока деятельности предприятия).

**4.7. Лизинг как метод финансирования капитальных вложений**

***Лизинг*** представляет собой комплекс имущественных отношений, которые складываются в результате передачи имущества во временное пользование.

Лизингом является покупка оборудования со сдачей его в аренду предприятиям (лизингополучателю) взамен на лизинговые платежи Лизингом предусмотрена возможность выкупа оборудования по окончании срока действия договора по лизингу или досрочно по остаточной стоимости

Если определенный вид деятельности не будет приносить выгод всем сторонам договорных отношений и в первую очередь самому пользователю, то он не будет широко применяться предпринимателями.

***Преимущества лизинга***, которые получает лизингополучатель:

1. Уменьшение потребности в собственном стартовом капитале. Данный вид деятельности предполагает обычно 100%-ное финансирование лизингодателем и не требует незамедлительного начала платежей, это дает возможность обновлять производственные фонды без острого финансового напряжения, покупать дорогостоящее имущество, повышать оборотный капитал для расширения производства.

2. Зачастую корпорации легче получить имущество по лизингу, чем взять кредит на его приобретение, так как лизинговое имущество выдается в качестве залога. За рубежом отдельные лизинговые компании не требуют никаких дополнительных гарантий от лизинго-получателя.

3. Считается, что лизинговый контракт более гибок, чем ссуда, он дает возможность обоим участникам выработать удобную систему выплат. По взаимному соглашению сторон лизинговые платежи могут осуществляться после получения выручки от реализации товаров, произведенных на взятом в лизинг оборудовании. Ставки оплат могут быть плавающими и фиксированными.

4. Лизинговая процедура может быть оформлена на более продолжительный срок, чем кредитный договор. В результате чего будет меньше величина периодических лизинговых платежей, уменьшаются расходы пользователя по оплате этих платежей, повышается надежность осуществления лизингового договора.

5. Для лизингополучателя снижается риск физического и морального износа и старения имущества, так как имущество является не собственностью, а объектом временного пользования.

6. Лизинговое имущество может не значиться у лизингополучателя на балансе, что не увеличивает его активы и избавляет от платежа налога на это имущество.

7. Лизинговые платежи целиком относятся на издержки производства и обращения (себестоимость) и уменьшают налогооблагаемую прибыль.

Таким образом, в лизинге заинтересованы все стороны сделки: пользователь получает возможность приобрести оборудование без начальных финансовых затрат, производитель приобретает новые каналы сбыта, лизинговая компания делается финансовым звеном между потребителем и производителем, получая за это доход. Лизинг (финансовая аренда) – финансовый инструмент в деятельности предпринимательских структур. Для многих фирм проблема выхода на мировой рынок конкурентоспособной продукции может быть решена лишь через лизинг.

Рассмотрим ***формы и виды лизинга.***

При выделении типов лизинга исходят в основном из признаков их классификации, которые характеризуют количество участников сделки; тип имущества; сектор рынка; форму лизинговых платежей; объем обслуживания передаваемого в лизинг имущества; срок употребления имущества и связанные с ним условия амортизации.

В зависимости от состава участников (субъектов) сделки различаются следующие виды лизинга:

1) лизинг с участием трех сторон (он сходен с классической лизинговой операцией, так как в ней принимают участие поставщик, лизингодатель и лизингополучатель);

2) лизинг с участием множества участников, или раздельный лизинг (он распространен как форма финансирования сложных, крупных объектов, таких например, как авиатехника, речные и морские суда, буровые платформы, комплектное оборудование предприятий и т. п.).

В зависимости от сектора рынка выделяют следующие ***лизинговые операции:***

1) внутренний лизинг, где все стороны сделки представляют одну страну;

2) внешний лизинг, при котором лизингодатель и лизингополучатель находятся в разных странах.

Также международный лизинг может быть импортным и экспортным. Для России в основном применяется импортный лизинг.

В зависимости от ***форм лизинговых платежей*** выделяют:

лизинг с денежным платежом, на основе которого выплаты производятся в денежной форме;

компенсационный лизинг, при котором лизингополучатель расплачивается с лизингодателем товарами, обычно сделанными на арендуемом имуществе, или путем оказанных встречных услуг;

лизинг со смешанным платежом, при нем доля платежа поступает в денежной форме, а другая – товарами или услугами.

По объему обслуживания лизинг делится на чистый и полный.

***Чистый лизинг* –** это отношения, где все обслуживание имущества берет на себя лизингополучатель, поэтому в лизинговые платежи не включаются расходы по обслуживанию оборудования.

***Полный лизинг* –** обязательное техническое обслуживание оборудования, а также проведение ремонта лизингодателем. Полный лизинг считается одним из самых дорогих, так как у лизингодателя растут расходы на техническое обслуживание, снабжение квалифицированным персоналом и др.

***Частичный лизинг* –** на лизингодателя возлагаются только отдельные функции по обслуживанию имущества. Так, Ростовский вертолетный завод предоставляет в лизинг изготовленные вертолеты в сопровождении экипажа.

***По сроку использования*** ***имущества*** и условиям амортизации различают:

1) лизинг с полной окупаемостью и полной амортизацией имущества, когда срок контракта равняется нормативному сроку службы имущества и осуществляется полная выплата лизингодателю цены лизингового имущества;

2) лизинг с неполной окупаемостью и неполной амортизацией имущества, когда срок договора меньше нормативного срока службы имущества и в процессе его действия окупается лишь часть стоимости лизингового оборудования.

Рассмотрим **о*бъекты и субъекты лизинга.***

***Объект лизинга* –** этолюбые неупотребляемые вещи, применяемые для бизнеса, кроме земельных участков и прочих природных объектов.

Следовательно, лизинговым имуществом, могут выступать объекты со свободным обращением на рынке. Ими могут быть движимое и недвижимое имущество.

В зависимости от объекта лизинг делится на лизинг движимого имущества (лизинг оборудования) и лизинг недвижимого имущества.

Земельные участки и прочие природные объекты в нашей стране не могут быть переданы в финансовую аренду, но могут быть предметом договора аренды. Такое ограничение предмета финансовой аренды заключается в том, что такое использование земли и иных природных объектов с предпринимательской целью регулируются Земельным кодексом РФ.

С помощью анализа состояния финансового лизинга в развитых странах можно выделить основные группы оборудования, сдаваемого в лизинг:

1) транспортное (транспортные самолеты, морские суда, автомобили, железнодорожные вагоны и т. д.);

2) оборудование связи (радиостанции, спутники, почтовое оборудование и т. п.);

3) сельскохозяйственное оборудование;

4) строительное (краны, бетономешалки и т. п.).

***Субъектами лизинга*** выступают:

***Лизингодатель* –** физическое или юридическое лицо, которое покупает в ходе осуществления договора лизинга имущество в собственность и предоставляет его лизингополучателю за определенную плату в качестве предмета лизинга, на определенный срок и на установленных условиях во временное владение и пользование с переходом или без перехода права собственности на предмет лизинга к лизингополучателю.

***Лизингополучатель* –** физическое или юридическое лицо, принимающее в соответствии с договором предмет лизинга на определенный срок, за определенную плату и на определенных условиях во временное владение и пользование в соответствии с договором лизинга.

Продавцом является физическое или юридическое лицо, которое в соответствии с договором купли-продажи с лизингодателем сбывает лизингодателю в назначенный срок имущество, которое является предметом лизинга. Он обязан передать предмет лизинга лизингодателю или лизингополучателю на основании условий договора купли-продажи.

Лизингодателями могут быть ***лизинговые компании* –** финансовые компании, специализирующиеся только на оплате имущества или оказывающие не только финансовые услуги, но и прочие услуги, которые связаны с реализацией лизинговых операций, например обучение, техническое обслуживание, консультации и т. д.

Субъектами лизинга могут быть также предприятия с иностранными инвестициями.

Узко специализированные лизинговые компании как правило имеют дело с одним видом товара (легковые автомобили, контейнеры) или с товарами стандартных видов одной группы (оборудование для технических предприятий, строительное оборудование).

Существуют определенные ***меры государственной поддержки лизинговых отношений.***

Государство проводит политику поддержания лизинговых отношений в целях создания хороших условий для развития лизинга как эффективного устройства преодоления промышленного спада и активизации инвестиционного течения в экономике, увеличения эффективности предпринимательской деятельности в области производства и учитывая мировой опыт обширного применения лизинга.

Все операции по государственной поддержке деятельности лизинговых предприятий (компаний, фирм), установленные законами РФ, постановлениями Правительства РФ, решениями органов государственной власти субъектов Российской Федерации в границах их компетенции, подразделяются на две группы: общие направления и специальные, т. е. в отдельных отраслях.

Государство для поддержки частного капитала принимает долевое участие в организации инфраструктуры лизинговой деятельности в некоторых целевых инвестиционно-лизинговых проектах, а также выделяет фирмам, реализовывающим лизинг, государственные заказы на поставки товаров для государственных нужд. Для осуществления лизинговых проектов государство дает инвестиционные кредиты. Предоставляет банкам и другим кредитным организациям в порядке, установленном законодательством РФ, освобождение от уплаты налога на прибыль, обретаемую ими от предоставления кредитов субъектам лизинга для реализации договора лизинга на срок не менее чем три года.

Для создания благоприятных экономических условий для компаний с лизинговой деятельностью предоставляются в законодательном порядке кредитные и налоговые льготы. Развитие, совершенствование, формирование нормативно-правовой базы, которая обеспечивает защиту имущественных и правовых интересов сторон лизинговых сделок, – одна из главных задач государства в сфере поддержки.

Государство проводит политику поддержки лизинговой деятельности в области экономики, образования по обучению основам лизинговой деятельности: обучение студентов, повышение квалификации преподавателей, подготовку и переподготовку государственных служащих, занимающихся вопросами лизинга.

**4.8. Финансовые инвестиции (вложения) корпорации**

Корпорация может осуществлять финансовые вложения в государственные или корпоративные ценные бумаги, акции, облигации, векселя, депозитные и сберегательные сертификаты, чеки, коносаменты и другие документы, которые действующим законодательством отнесены к фондовым ценностям, в уставные (складочные) капиталы других организаций, а также предоставлять другим организациям займы, приобретать дебиторскую задолженность на основании уступки права требования. Для признания финансовых вложений в бухгалтерском учете необходимо, чтобы организация имела права на получение денежных средств и иных активов, связанные с владением этими вложениями. Финансовые вложения должны приносить организации проценты, дивиденды либо другие экономические выгоды.

Ценной бумагой признается документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление и передача которых возможны только при его предъявлении. С передачей ценной бумаги другому лицу переходят все удостоверяемые ею права.

Ценные бумаги классифицируются по двум группам – денежные и капитальные. ***Денежные бумаги***выражают заимствование денег (долговые ЦБ). К ним относятся: коммерческие векселя, депозитные и сберегательные сертификаты и другие документально оформленные обязательства со сроком исполнения платежа до одного года (чеки, аккредитивы, платежные поручения). Доход по этим ценным бумагам носит, как правило, разовый или краткосрочный характер. Он образуется в результате покупки их ниже номинальной стоимости и погашения в пределах номинала (дисконтный доход) либо за счет получения процентов при их погашении. Расчетные документы (например, платежные поручения) используются для совершения платежей по финансовым обязательствам.

***Капитальные ценные бумаги*** выпускаются с целью формирования или увеличения уставного капитала или долгосрочных пассивов, что необходимо для расширения производственно‑коммерческой деятельности корпорации. Капитальные ценные бумаги делятся на долевые и долговые (процентные). К ***долевым бумагам*** относятся акции и инвестиционные сертификаты. Последний документ подтверждает долю участия владельца в инвестиционном фонде и дает право на получение определенного дохода.

На практике различают ***простые (обыкновенные) и привилегированные акции*** (префакции). Простая акция – ценная бумага, удостоверяющая право ее владельца на получение части прибыли эмитента (в форме дивиденда), на участие в управлении делами эмитента и на часть его имущества, оставшегося после ликвидации эмитента (после удовлетворения претензий кредиторов). Возврата вложенных средств простая акция не гарантирует. Она не может быть предъявлена эмитенту с целью получения ранее вложенных средств (кроме случаев ликвидации акционерного общества). Если акционер не удовлетворен доходами, то он может продать акции по рыночной стоимости.

Префакция – ценная бумага, удостоверяющая право ее владельца на гарантированное получение части чистой прибыли эмитента (в форме дивиденда). Размер дивиденда устанавливается при ее выпуске. Владельцы префакций имеют преимущественное право на получение части имущества эмитента в случае его ликвидации. Держатели обыкновенных акций несут более высокий риск, связанный с деятельностью эмитента, чем владельцы привилегированных акций.

К ***долговым ценным бумагам*** относятся все виды облигаций, поскольку они удостоверяют отношения займа. Облигации могут быть краткосрочными (со сроком погашения до 1 года) и долгосрочные (со сроком погашения свыше 1 года). По истечении определенного срока заемщик обязан вернуть кредитору обозначенную на облигации сумму.

Доход по этим ценным бумагам может быть регулярным и разовым. В первом случае определенные проценты от номинальной стоимости облигации выплачиваются регулярно в установленные сроки в течение всего периода займа. Во втором случае разовый доход получается в момент погашения облигации за счет разницы между покупной и номинальной стоимостью.

Облигации в РФ выпускаются государством (федеральные и муниципальные облигации), коммерческими банками, а также акционерными предприятиями (корпорациями). Корпоративные облигации выпускаются под залог определенного имущества. Облигации, обеспеченные залогом, дают их владельцам дополнительную гарантию от потери своих средств, поскольку закладная дает право держателю облигаций (кредитору) продавать заложенное имущество, если заемщик неплатежеспособен. Беззакладные облигации могут выпускаться акционерными обществами с устойчивым финансовым положением и высоким уровнем кредитоспособности.

***Порядок выплаты доходов*** по корпоративным ценным бумагам в России следующий: в первую очередь из прибыли до налогообложения выплачиваются проценты по облигациям; во вторую – из чистой прибыли вычитаются дивиденды по префакциям; в третью очередь – дивиденды по обыкновенным акциям.

На фондовом рынке функционируют также производные ценные бумаги (опционы, варранты, фьючерсы). Они удостоверяют право их владельца на покупку или продажу ценных бумаг в определенном количестве и по фиксированной цене. Производные фондовые инструменты только удостоверяют право на ценные бумаги, но не являются таковыми.

Таким образом, существует немало финансовых инструментов, которые может приобрести корпорация для улучшения своего положения на рынке и диверсификации рисков. Но при этом необходимо отслеживать большое количество факторов, которые влияют на курсы ценных бумаг и развивать в корпорации систему управления рисками.

* 1. **Типы корпоративных портфелей ценных бумаг**

Одним из ключевых направлений деятельности финансового директора акционерной компании (корпорации) является управление портфелем ценных бумаг. Портфель ценных бумаг – это совокупность аккумулированных воедино инвестиционных ценностей, служащих инструментом для достижения конкретной цели владельца.

Структура инвестиционных портфелей выражает определенное сочетание интересов эмитентов и инвесторов, а также консолидирует риски по отдельным видам ценных бумаг (акциям, облигациям и т. д.). Это позволяет рассматривать ***фондовый портфель акционерного общества*** как целостный объект управления, что предполагает:

1. определение задач, стоящих перед портфелем в целом;

2. формирование инвестиционных ресурсов, необходимых для формирования фондового портфеля;

3. разработку и реализацию сложных стратегий по выполнению задач, поставленных перед портфелем с использованием приемов фундаментального и технического анализа фондового рынка.

Формирование портфеля инвестиций, согласно теории инвестиционного портфеля У. Шарпа и Г. Марковица, основывается на следующих *принципах:*

Во‑первых,успех инвестиций в основном зависит от правильного распределения средств по типам активов.

Во‑вторых,риск инвестиций в конкретный тип ценных бумаг определяется вероятностью отклонения прибыли от ожидаемого значения.

В‑третьих*,* общая доходность и риск инвестиционного портфеля могут меняться путем варьирования его структурой.

В‑четвертых,все оценки, используемые при составлении инвестиционного портфеля, носят вероятностный характер.

Тип портфеля– это обобщенная характеристика с позиции задач, стоящих перед ним, или видов ценных бумаг, входящих в портфель.

Выделяют следующие ***типы портфелей ценных бумаг***:

1. ***портфели роста***– ориентированы на акции, растущие на фондовом рынке по курсовой стоимости. Цель таких портфелей – увеличение капитала инвесторов. Поэтому владельцам таких портфелей дивиденды выплачиваются в небольшом размере либо не выплачиваются совсем (в течение периода интенсивного инвестирования);

2. ***портфели дохода***– ориентированы на получение высоких текущих доходов. Отношение стабильно выплачиваемого дохода к курсовой стоимости ценных бумаг, входящих в такой портфель, выше среднеотраслевого уровня;

3. ***портфели рискованного капитала***– состоят преимущественно из ценных бумаг молодых компаний или предприятий «агрессивного» типа, выбравших стратегию расширения производства на основе освоения новых видов продукции и технологий;

4. ***сбалансированные портфели*** *–* частично состоят из ценных бумаг, быстро растущих в курсовой стоимости, а частично – из высокодоходных ценных бумаг. В подобном портфеле могут находиться и высокорискованные ценные бумаги «агрессивных» компаний; таким образом, цели увеличения капитала и получения высокого дохода при условии минимизации финансовых рисков оказываются сбалансированными;

5. ***специализированные портфели*** *–* ценные бумаги объединены в них не по общим целевым признакам, а по более частичным критериям (вид ценных бумаг, уровень риска, отраслевая или региональная принадлежность и др.).

Та или иная корпорация, формируя свой портфель, должна определиться с желаемым типом портфеля. Это непросто, т.к. тип портфеля может постоянно меняться исходя из конъюнктуры фондового рынка и стратегических целей инвестора.

***Конкретные портфельные стратегии (агрессивная, умеренная или консервативная)***, выбираемые корпорацией, определяются следующими ***факторами*:**

1. приоритетными финансовыми целями владельцев корпорации;

2. состоянием фондового рынка, его наполняемостью различными видами ценных бумаг, их ликвидностью, доходностью и безопасностью для инвесторов;

3. макроэкономическими факторами (учетной ставкой Банка России, темпами инфляции, развитием акционирования и др.);

4. наличием законодательных льгот (например, налоговых) или ограничений;

5. необходимостью поддержания должного уровня ликвидности портфеля и минимализации рисков;

6. желаемыми типами стратегии – краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные.

Различные факторы, определяющие портфельные стратегии, комбинируются между собой и вызывают непростые варианты поведения эмитентов и инвесторов на фондовом рынке современной России.

### *Управление портфелем ценных бумаг* в конкретной корпорации обычно преследует цели достижение прибыльности, ликвидности и безопасности (минимизация рисков).

В портфель могут включаться ценные бумаги одного типа (акции) или несколько типов (акции, облигации, депозитные сертификаты и др.). Под безопасностью инвестиций имеется в виду страхование от возможных рисков и обеспечение стабильности получения дохода. ***Безопасность портфеля достигается, как правило, в ущерб доходности и росту вложений.***

Управление фондовым портфелем включает:

1. формирование и анализ его состава и структуры;

2. регулирование его содержания для достижения поставленных перед портфелем целей при сохранении необходимого уровня и минимизации связанных с ним расходов.

***Задачи портфельного инвестирования*** могут быть различны:

♦ получение дохода (процента, дивиденда);

♦ сохранение акционерного капитала;

♦ обеспечение прироста капитала на основе курсовой стоимости ценных бумаг.

Эти задачи могут быть альтернативными и соответствовать различным типам портфелей ценных бумаг. Например, для получения высокого процента предпочтение отдается «агрессивным» портфелям, состоящим из низколиквидных и высокорискованных ценных бумаг молодых компаний, способных принести высокий доход в будущем. Наоборот, если наиболее важным для инвестора является обеспечение сохранности и увеличение капитала, то в портфель включается высоколиквидные ценные бумаги, которые эмитированы известными компаниями.

Распространенным методом снижения риска потерь инвестора служит ***диверсификация портфеля,*** т. е. приобретение им различных типов ценных бумаг. Риск существенно снижается, когда активы акционерного общества распределяются между множеством видов ценных бумаг.

Диверсификацияпонижает риск за счет того, что возможные низкие доходы по одним ценным бумагам будут компенсированы высокими доходами по другим фондовым ценностям. Минимизация риска достигается за счет того, что в фондовый портфель включаются ценные бумаги широкого круга отраслей хозяйства. Отдельные специалисты оценивают оптимальную величину фондового портфеля от 8 до 15 видов различных ценных бумаг. При большем количестве типов ценных бумаг фондовый портфель становится трудноуправляемым.

Анализу и методом расчета оптимального, наиболее выгодного плана распределения фондовых инвестиций посвящено немало исследований, называемых «Теорией портфеля». Общее правило для осмотрительных инвесторов, которые располагают возможностями распределения вкладываемых средств между несколькими активами, заключается в том, что финансовые активы показали за предыдущие годы:

♦ различную тесноту связи каждого финансового актива с общерыночными ценами;

♦ противоположный диапазон колебаний цен на фондовые ценности внутри портфеля.

С таким портфелем ценных бумаг риск неожиданных убытков минимален. Однако вопрос о получении максимально возможной прибыли остается открытым.

Таким образом, корпорации должны осмотрительно подходить к выработке принципов формирования своих портфелей ценных бумаг, привлекая для этого профессионалов фондового рынка.

**4.10. Риски, связанные с портфельными инвестициями**

Риск портфеля ценных бумаг – степень возможности того, что наступят обстоятельства, при которых инвестор понесет потери, вызванные инвестициями в фондовый портфель, а также операциями по привлечению финансовых ресурсов для его создания. К рискам портфельного инвестирования В. В. Бочаров относит следующие виды:

1. ***Капитальный риск*** – общий риск на все вложения в ценные бумаги. Потери при данном виде риска неизбежны. Анализ капитального риска сводится к оценке того, стоит ли вообще иметь дело с портфелем ценных бумаг, – не лучше ли вложить денежные средства и иные виды активов (недвижимость, товары, валюту и др.).

2. ***Селективный риск*** – риск неправильного выбора ценных бумаг для инвестирования в сравнении с другими их видами при создании портфеля. Данный риск связан с неправильной оценкой инвестиционных качеств ценных бумаг.

3. ***Временной риск*** – риск покупки или продажи ценных бумаг в неподходящее время, что неизбежно влечет за собой потери для инвестора. Например, сезонные колебания ценных бумаг торговых, перерабатывающих сельхозпродукцию предприятий.

4. ***Риск законодательных изменений*** возникает в связи с перерегистрацией акционерного общества, получением лицензии на право осуществления операции с ценными бумагами, что вызывает дополнительные расходы у эмитента и инвестора.

5. ***Риск налоговых изменений*** связан с корректировкой налогообложения операций с ценными бумагами, что отражается на доходах юридических и физических лиц – участников фондового рынка. Для снижения налогового риска следует использовать в учетной политике предприятия все законные способы снижения налогового бремени (метод ускоренной амортизации вместо линейного, учет материальных затрат по методам ЛИФО и ФИФО, консультации квалифицированных аудиторов и др.).

6. ***Риск ликвидности*** – связан с возможностью потерь при реализации ценных бумаг из‑за изменения их качества. Риск ликвидности широко распространен на фондовом рынке России, когда ценные бумаги продаются по курсу ниже номинальной стоимости (за исключением дисконтных государственных облигаций), поэтому инвесторы отказываются видеть в них надежный товар.

7. ***Рыночный риск*** – возможные потери от снижения стоимости ценных бумаг в связи с общим падением макроэкономической конъюнктуры на фондовом рынке. В практике зарубежных акционерных компаний широко используется бета‑коэффициент (в), т. е. показатель, характеризующий изменение курса конкретной ценной бумаги (акции) по отношению к динамике сводного индекса всего фондового рынка.

8. ***Кредитный (деловой) риск*** – наблюдается в ситуации, когда эмитент, выпустивший долговые (процентные) ценные бумаги, оказывается не в состоянии выплачивать проценты по ним или основную сумму долга. Чем выше доля заемных средств в пассиве баланса, тем выше вероятность для акционеров остаться без дивидендов, так как значительная часть доходов уйдет банку в качестве процентов за кредит. При банкротстве такого предприятия большая часть выручки от продажи активов будет направлена на погашение долга кредиторам (банкам).

9. ***Инфляционный риск*** возникает вследствие того, что при высоких темпах инфляции доходы, получаемые инвесторами от ценных бумаг, обесцениваются (с точки зрения реальной покупательной способности денег) быстрее, чем увеличатся в ближайшем будущем. Мировой опыт подтверждает, что высокий уровень инфляции разрушает рынок ценных бумаг.

10. ***Процентный риск*** – потери, которые могут понести инвесторы в связи с изменением процентных ставок на рынке кредитных ресурсов. Рост банковской процентной ставки приводит к понижению курсовой стоимости ценных бумаг. При резком повышении процента по депозитным счетам может начаться массовый сброс ценных бумаг, эмитированных под более низкие проценты. Эти ценные бумаги по условиям выпуска могут быть досрочно возвращены эмитенту.

11***. Отзывной риск*** – возможные потери для инвестора, если эмитент отзовет свои облигации в связи с превышением фиксированного уровня процентных выплат по ним над текущим рыночным процентом.

12. ***Страновой риск*** – риск вложения денежных средств в ценные бумаги акционерных компаний, находящихся под юрисдикцией страны с неустойчивым экономическим положением или с недружественным отношением к стране, резидентом которой является инвестор.

13. ***Отраслевой риск*** связан со спецификой отдельных отраслей. Данный риск проявляется в изменении инвестиционных качеств и курсовой стоимости ценных бумаг и потерях инвесторов исходя из принадлежности отрасли к определенному типу.

14. ***Риск самого предприятия*** аналогичен отраслевому риску и во многом обусловлен последним. Свой вклад в уровень риска вносит тип поведения предприятия. Это может быть «консервативное предприятие, которое не преследует стратегию расширения (поглощения других компаний), а довольствуется завоеванными позициями на рынке товаров и услуг. Иная степень риска присуща ценным бумагам «агрессивного» предприятия, которое выбрало путь расширения производства и освоения новых видов продукции. «Умеренное поведение» предприятия может сочетать «агрессивный» и «консервативный» типы поведения.

15. ***Валютный риск*** связан с вложениями в валютные ценные бумаги и обусловлен изменением курса иностранной валюты. Потери инвестора возникают в связи с повышением курса национальной валюты по отношению к иностранным валютам.

Таким образом, в корпорации необходимо создавать систему риск-менеджмента для управления вышеописанными рисками.

**Контрольные вопросы:**

1. Сто такое инвестиции?
2. Каковы принципы инвестирования?
3. Как принимаются инвестиционные решения в корпорации?
4. Какие критерии выбора инвестиционных проектов вы знаете?
5. Что такое срок окупаемости инвестиций?
6. Как временная стоимость денег влияет на выбор проектов?
7. В чем особенности инвестирования в нематериальные активы?
8. Зачем нужен лизинг?
9. Какие типы корпоративных портфелей ценных бумаг вы знаете?
10. Как оценить риски инвестирования?

**Глава 5. Принципы финансирования оборотного капитала корпорации**

**5.1.Общая характеристика инвестиций в оборотный капитал**

***Оборотные средства (оборотный капитал)*** – это капитал корпорации, авансированный в оборотные активы. Оборотные средства обеспечивают непрерывность процесса производства.

В процессе кругооборота средств оборотный капитал последовательно принимает различные ***формы стоимости*** (денежная – товарная – производительная – товарная – денежная).

На 1‑й стадии происходит авансирование оборотного капитала в сырье, материалы, топливо и другие виды предметов труда, происходит подготовка условий для производства.

На 2‑й стадии в процессе соединения материальных и трудовых ресурсов создается новый продукт, включающий в себя перенесенную (потребленную) стоимость и вновь созданную стоимость. Производительный капитал превращается в товарный.

На 3‑й стадии происходит процесс реализации произведенной готовой продукции. Оборотный капитал переходит из сферы производства в сферу обращения. В процессе реализации происходит возмещение затрат (использованных оборотных фондов) и получение денежных накоплений. Товарный капитал превращается в денежный, добавочная стоимость поступает корпорации после реализации готового продукта.

Таким образом, отличие оборотных средств от оборотных фондов заключается в следующем:

♦ оборотные средства авансируются, т. е. они должны быть сформированы до получения дохода (выручки). Оборотные средства проходят три стадии кругооборота средств предприятия, возвращаются в денежной форме в оборот данного предприятия;

♦ оборотные средства находятся в непрерывном движении, не расходуются и не потребляются, одновременно находятся во всех стадиях процесса кругооборота в виде авансирования стоимости производственных запасов, незавершенного производства, готовой продукции.

Следует различать понятия «оборотные фонды» и «оборотные средства». Оборотные фонды делятся на производственные фонды и фонды обращения.

Оборотные производственные фонды по вещественному содержанию представляют собой в основном предметы труда: сырье, основные и вспомогательные материалы, топливо, энергетические ресурсы (в твердом и жидком состоянии), незавершенное производство, полуфабрикаты (покупные и собственного производства). Главным экономическим признаком производственных фондов является то, что они свою стоимость полностью переносят на стоимость готовой продукции в каждом производственном цикле.

Средства предприятий, вложенные в запасы готовой продукции, предназначенной для реализации, денежные средства, находящиеся в кассе, на счетах в банке и в пути (например, денежные переводы), средства в расчетах (стоимость отгруженных покупателям готовой продукции), суммы, находящиеся в незаконченных расчетах за реализованную продукцию, составляют средства в фондах обращения. Основное назначение фондов обращения состоит в обеспечении денежными ресурсами планомерного осуществления процесса обращения как на предприятии, так и во всех отраслях хозяйства.

Для успешной работы корпорации необходимы соответствующие производственной программе запасы сырья, материалов, топлива, малоценных и быстро изнашивающихся предметов. Обеспечивая потребности рынка, каждое предприятие должно создавать и определенные запасы готовой продукции. Осуществляя поставки готовой продукции на различных договорных условиях и применяя различные формы расчетов, организации значительные средства отвлекают в расчеты, т. е. дебиторскую задолженность.

В свою очередь, необходимость своевременной оплаты товарно‑материальных ценностей, выплаты заработной платы, перечисления налогов и отчислений в государственный бюджет и внебюджетные фонды требует обеспечения определенной части денежных средств на расчетном счете и других счетах в банках и кассе корпорации. В целях сохранения от обесценения свободных денежных средств и получения дополнительной прибыли часть финансовых ресурсов вкладывается в ценные бумаги различного вида.

Все это определяет необходимость вложения части капитала предприятия в оборотные фонды (активы).

***Оборотные активы организации отражаются в балансе в следующем виде:***

♦ запасы: сырье, материалы, топливо, малоценные и быстро изнашивающиеся предметы, животные на выращивании и на откорме, незавершенное производство, готовая продукция и товары для перепродажи, прочие запасы и затраты;

♦ дебиторская задолженность: покупатели и заказчики, векселя по получению, задолженность дочерних и зависимых обществ, задолженность участников (учредителей) по взносам в уставной капитал, авансы выданные, прочие дебиторы;

♦ краткосрочные финансовые вложения: вложения на срок не более 1 года в ценные бумаги других предприятий, облигации государственных и муниципальных займов, а также предоставляемые другим предприятиям займы. При этом выделяют инвестиции в зависимые общества, собственные акции, выкупленные у акционеров, прочие краткосрочные вложения;

♦ денежные средства: касса, расчетные счета, валютные счета, прочие денежные средства.

### *Классификация оборотных средств* может быть рассмотрена по следующим направлениям:

1. в зависимости от обслуживания сферы производства и сферы обращения оборотные средства подразделяются на средства, авансированные в оборотные производственные фонды, и оборотные средства в фондах обращения;

2. с учетом особенностей планирования, хозяйствования и принципов организации оборотные средства подразделяются на планируемые (нормируемые) и непланируемые;

3. по источникам формирования оборотных средств – на собственные, заемные и привлеченные;

4. по ликвидности оборотные средства делятся на средства, авансированные в:

♦ наиболее ликвидные активы – денежные средства (касса, расчетный, валютный, текущий и прочие денежные счета), т. е. активы, не требующие реализации и представляющие собой готовые средства платежа;

♦ быстро реализуемые активы – дебиторская задолженность;

♦ медленно реализуемые активы – производственные запасы и затраты;

♦ трудно реализуемые и неликвидные активы.

Необходимость выделения из оборотных средств планируемых (нормируемых) и непланируемых (ненормируемых) вытекало из требования коммерческого расчета хозяйствования в условиях административно‑командной системы: достижение наибольших результатов при наименьших затратах. В данном случае путем установления оптимальной потребности по отдельным статьям оборотных средств предприятием ставилась задача с минимальными запасами сырья, материалов, топлива, незавершенного производства, готовых изделий и т. д. обеспечить непрерывность и эффективность производства, необходимое качество продукции работ.

В настоящее время, когда бюджетирование является одним из важнейших инструментов финансового менеджмента корпорации, при разработке Бюджета движения денежных средств, Бюджета по балансовому листу практически все статьи оборотных средств становятся планируемыми.

Деление оборотных средств на собственные и заемные средства зависит от выбранной корпорацией ***политики управления оборотными активами*** (агрессивная, консервативная и умеренная политика; см. вопрос).

Использование заемного капитала для формирования оборотных средств может быть чрезвычайно выгодным для корпорации, так как эффективное управление им позволяет увеличить рентабельность собственного капитала (эффект финансового рычага).

Объем собственных оборотных средств (собственного оборотного капитала, капитала в обороте) можно рассчитать по данным бухгалтерского баланса (ф. № 1) двумя способами:

1). Путем суммирования собственного капитала и долгосрочных обязательств и вычитания из них суммы внеоборотных активов:

*СОК = СК + ДО– ВА.*

2). Путем вычитания из текущих активов текущих пассивов:

*СОК = ТА– ТП.*

Собственные оборотные средства (собственный оборотный капитал) называют еще чистым оборотным капиталом или чистыми текущими активами (рис. 5.1.).

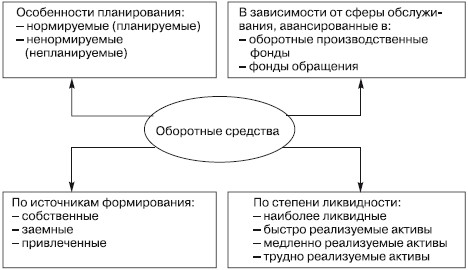


Рисунок 5.1 - Состав и структура оборотного капитала корпорации

Оборотные активы включают в себя материальные и денежные ресурсы, эффективное управление которыми обеспечивает финансовую устойчивость, непрерывность процесса производства и организации.

Принято различать ***состав и структуру*** оборотных средств. Под составом оборотных средств следует понимать совокупность элементов, статей, образующих оборотные средства.

В бухгалтерском балансе состав оборотных средств отражен в разделе II актива баланса.

В процессе управления оборотными средствами в их составе выделяют материальные оборотные средства, дебиторскую задолженность, денежные средства, прочие оборотные средства. В свою очередь, оборотные средства в товарно‑материальных ценностях включают в себя:

♦ производственные запасы;

♦ незавершенное производство;

♦ готовую продукцию;

♦ товары;

♦ прочее.

Структура оборотных средств – это соотношение между статьями; она не одинакова в различных отраслях хозяйства.

Структура оборотных средств зависит от ряда факторов:

♦ производственных – состава затрат на производство, типа производства (массовое, серийное, единичное и т. д.), характера изготовляемой продукции, длительности производственного цикла и других факторов;

♦ особенностей материально‑технического снабжения – периодичности и регулярности поставок, удельного веса комплектующих изделий;

♦ организации расчетов, формы расчетов с покупателями и поставщиками;

♦ учетной политики корпорации.

Оптимизация структуры способствует высвобождению оборотных средств, получению дополнительного дохода, росту платежеспособности и укреплению финансовой устойчивости.

**5.2. Операционный и финансовый циклы**

Управление оборотными средствами в значительной степени зависит от их структуры. При принятии управленческих решений большое значение придается анализу операционного и финансового цикла.

***Продолжительность операционного цикла*** включает в себя период оборачиваемости запасов (материалы, сырье; незавершенное производство; готовая продукция) и период оборачиваемости дебиторов.

***Финансовый цикл*** необходим для того, чтобы учитывать время нахождения капитала по циклу оборота капитала (сырье – незавершенное производство – готовая продукция – дебиторы – деньги). Он взаимно увязывает оборотные активы, текущие пассивы, собственный оборотный капитал с производственными и финансовыми характеристиками: длительность производства продукции, период нахождения сырья и готовой продукции на складе, срок оплаты дебиторской задолженности, срок погашения кредиторской задолженности.

Финансовый цикл равен продолжительности операционного цикла оборачиваемости минус период оборачиваемости кредиторской задолженности:

*ФЦ* = *tмз* + *tнп* + *tгп* + *tдб* – *Кз* ,

где *tмз*– период оборачиваемости сырья, материалов;

*tдб* – период оборачиваемости дебиторской задолженности;

*tнп* – период оборачиваемости незавершенного производства;

*tгп* – период оборачиваемости готовой продукции; *Кз* – период оборачиваемости кредиторской задолженности.

Период оборачиваемости кредиторской задолженности рассчитывается следующим образом:

*Кз = КЗ/v,*

где *КЗ* – средняя величина кредиторской задолженности;

*v* – однодневная выручка.

Смысл управления финансовым циклом – это его максимальное сокращение путем уменьшения продолжительности операционного цикла (ведет к уменьшению оборотных средств) и увеличению периода оборачиваемости кредиторской задолженности. Это приводит к уменьшению необходимого собственного капитала, а значит, к повышению эффективности его использования. Большое значение для уменьшения операционного цикла имеет сокращение длительности оборота дебиторской задолженности.

Таким образом, длительность операционного цикла определяется периодами: снабжения, производства, сбыта и расчетов с покупателями. Она может быть установлена с учетом специфики каждой корпорации.

Продолжительность цикла снабжения и сбыта не должна превышать значений, принятых в маркетинговой стратегии организации. Продолжительность цикла производства устанавливается менеджерами по производству. Цикл расчетов должен соответствовать договорным условиям.

### 5.3. Принципы нормирования оборотного капитала

Нормирование оборотного капитала необходимо, чтобы не допускать замораживания капитала, появления излишних запасов- с одной стороны, и обеспечивать непрерывность всех бизнес-процессов – с другой.

***Факторами нормирования*** оборотного капитала являются:

1) продолжительность производственного процесса;

2) тактика в ходе работы заготовительных, обрабатывающих и выпускающих цехов предприятия;

3) уровень снабжения производственного процесса;

4) дистанция от поставщиков до потребителей;

5) динамика работы транспортной службы предприятия;

6) продолжительность работы подготовительных цехов предприятия;

7) очередность и оперативность запуска материалов в производство;

8) процесс реализации продукции.

Рассмотрим сначала нормируемые элементы производственных средств.

1. ***Производственный запас* –** это материальные ресурсы предприятия, которые предназначены для участия в процессе производства продукции. Норма производственных запасов на плановый период рассчитывается по следующей формуле:

Норма запасов = (Сумма расхода материальных ресурсов / Число дней в плановом периоде) × Установленная норма запаса для данного вида ресурсов в днях.

2. ***Текущий запас* –** это запас, который обеспечивает бесперебойность производственного процесса. Он рассчитывается формуле:

Текущий запас = Интервал поставки в днях × Среднесуточная потребность в материалах ×Коэффициент задержки ресурсов в запасе.

3. ***Коэффициент задержки ресурсов в запасе*** рассчитывается по следующей формуле: Коэффициент задержки ресурсов = Периодичность потребления материалов / Число календарных дней в плановом периоде.

4. ***Максимальный запас*** можно определить следующим образом:

Максимальный запас = (Интервал поставки в днях + Периодичность материалов, вступающих в процесс производства + Гарантийный запас в днях) ×Среднесуточная потребность в материалах.

5. ***Средний запас*** рассчитывается следующим образом:

Средний запас = (Интервал поставки в днях + Периодичность материалов, вступающих в процесс производства) ×Коэффициент одновременности потребления ресурсов + (Гарантийный запас в днях ×Среднесуточная потребность в материалах).

6. ***Незавершенное производство* –** это производственный процесс, который по своим установленным срокам отстает от плана, рассчитывается по следующей формуле:

Незавершенное производство = (План объема товарной продукции по производственной себестоимости / Число дней в плановом периоде) × Длительность цикла производства продукции × Коэффициент нарастания затрат.

7. ***Нормирование будущих периодов*** рассчитывается по следующей формуле:

Нормирование будущих периодов = (Сумма средств, вложенных в расходы будущих периодов + Расчет по смете на плановый период) – Сумма расходов, включенная в себестоимость по смете затрат на производство.

Управление оборотными средствами направлено в первую очередь на формирование необходимого объема и состава оборотных активов, оптимизации структуры их источников финансирования.

В самом общем подходе частный норматив по отдельному элементу собственных оборотных средств *Нэл. обс* рассчитывается по формуле:

*Нэл. обс* = *О × N*,

где *N* – норма запаса в днях; *О* – однодневный расход или выпуск по данной статье оборотных средств.

*О* = *С*4кв / 90,

где С4кв – затраты или выпуск 4‑го квартала;

90 – число дней в квартале.

Норматив производственных запасов *Нпз*:

*Нпз* = *Опз × Nпз*,

где *N* – норма производственных запасов (в днях запаса);

*Опз* – однодневный расход производственных запасов. Норматив незавершенного производства *Ннп*:

*Ннп* = *Овп*×Д×К,

где *Ннп* – норма оборотных средств по незавершенному производству;

*Овп* – однодневные затраты на производство валовой продукции;

*Д–* длительность производственного цикла;

*К* – коэффициент нарастания затрат.

Норматив оборотных средств на готовую продукцию *Нгп*.

*Нгп = Nгп×О*тп ,

где *Nгп* – норма оборотных средств по готовой продукции;

Отп – однодневный выпуск товарной продукции 4‑го квартала по производственной себестоимости.

Норматив по расходам будущих периодов *Нр бп*.

*Нр бп = Рбп нг + Рбп пл – Рбп сп*,

где *Рбп пл* – расходы в плановом году;

*Рбп нг* – расходы будущих периодов на начало года;

*Рбп сп* – расходы будущих периодов, списываемые на затраты в плановом периоде.

Совокупный норматив оборотных средств:

*Нос = Нпз + Ннп + Нгп + Нр бп*.

Этот норматив характеризует общую потребность предприятия в оборотных средствах на конец планируемого периода и представляет собой сумму исчисленных выше нормативов по всем элементам.

Потребность в оборотных средствах, авансируемых в дебиторскую задолженность (задолженность за отгруженную продукцию), может быть определена следующим образом:

*Прасч* = *Сп /Д×Т×А,*

где *Прасч* – потребность в оборотных активах для расчетов с дебиторами;

*Сп* – стоимость продукции в отпускных ценах (без косвенных налогов), по которой предполагается выдавать покупателям коммерческий кредит или предоставлять авансы (за месяц, квартал, год);

*Д* – длительность расчетного периода, дни (30, 90, 360 дней);

*Т×А* – средний срок авансирования (кредитования).

Однодневные расходы по каждому циклу определяются на основе плановой сметы (бюджета) затрат на производство. Однако при необходимости можно использовать фактические данные за базовый год, скорректированные на индекс инфляции в планируемом периоде.

Таким образом, нормирование оборотного капитала позволяет корпорации осуществлять принципы бережливого производства, рассмотренные ранее.

**5.4. Моделирование текущих финансовых потребностей**

В процессе формирования источников финансирования оборотных активов определяют величину текущих финансовых потребностей (или финансово‑эксплуатационных потребностей). От ее размера зависит финансовое состояние предприятия и потребность в краткосрочном финансировании.

Величина текущих финансовых потребностей зависит от ряда факторов:

♦ характера и видов деятельности предприятия;

♦ объема производства и длительности производственного цикла;

♦ условий материально‑технического снабжения и сбыта продукции, а также форм расчетов с покупателями и поставщиками;

♦ структуры затрат на производство продукции;

♦ ассортимента выпускаемой продукции;

♦ структуры капитала и скорости его оборота;

♦ учетной политики и т. д.

***Показатель финансово‑эксплуатационных потребностей (ФЭП)*** можно рассчитать одним из следующих способов:

1).запасы сырья, материалов + запасы готовой продукции + дебиторская задолженность – коммерческий кредит поставщиков (кредиторская задолженность за товарно‑материальные ценности);

2).текущие активы – денежные средства – кредиторская задолженность за товарно‑материальные ценности.

Для корпорации важно величину ФЭП привести к отрицательному значению, в этом случае за счет кредиторской задолженности по товарно‑материальным ценностям (ТМЦ) покрываются производственные запасы, а также перекрывается клиентская (дебиторская) задолженность. Чем меньше величина финансово‑эксплуатационной потребности, тем корпорации требуется собственных источников для обеспечения бесперебойной деятельности.

На значение ФЭП оказывают влияние следующие показатели:

1. ***Длительность производственного цикла***. Чем быстрее запасы ТМЦ превращаются в готовую продукцию, а готовая продукция – в деньги, тем меньше потребность авансирования оборотных средств в производственные запасы и готовую продукцию.

2. ***Темп роста производства***. Чем больше темп прироста объема производства и реализации, тем больше потребность в дополнительном авансировании средств в производственные запасы.

3. ***Сезонность*** производства определяет необходимость создания производственных запасов в больших объемах.

4. ***Формы расчетов***: предоставление отсрочек по платежам своим клиентам увеличивает дебиторскую задолженность и способствует росту ФЭП.

Получение отсрочек по платежам кредиторам, поставщикам товарно‑материальных ценностей, наоборот, способствует получению отрицательной величины ФЭП.

Небольшая и даже отрицательная величина финансово‑эксплуатационной потребности не всегда означает благоприятную для предприятия финансовую ситуацию. Если запасы соответствуют необходимой потребности, а в составе кредиторской задолженности нет просроченной и если, кроме того, выручка от реализации превышает затраты на реализованную продукцию, можно утверждать о небольшой финансово‑эксплуатационной потребности как признаке хорошего финансового состояния. Однако на практике составляющие финансово‑эксплуатационной потребности могут складываться под влиянием факторов, отнюдь не означающих хорошее финансовое состояние:

♦ производственные запасы, отраженные в активе баланса предприятия, не соответствуют производственной программе, размер их меньше потребности;

♦ реализация убыточна, и в этом случае долги дебиторов могут быть меньше кредиторской задолженности по причине зависимости выручки и затрат.

♦ в составе кредиторской задолженности имеются просроченные долги с поставщиками товарно‑материальных ценностей, а также работ и услуг.

Размер производственных запасов зависит и от эффективности использования, скорости оборачиваемости оборотных средств. На предприятиях различных отраслей она неодинакова. На предприятиях с длительным циклом производства средства оборачиваются медленнее, чем на предприятиях с коротким циклом производства.

Сумма средств, дополнительно вовлеченных в оборот или высвобожденных из оборота, устанавливается по формуле:

*ΔСс* = (*tдо* – *tдб*) × *ВРф* ,

где *ΔСс* – сумма средств, дополнительно вовлеченных в оборот, если *ΔСс* > 0, либо сумма высвобожденных из оборота средств, если *ΔСс* < 0;

*tдо* – продолжительность одного оборота оборотных активов в отчетном периоде, дни;

*tдб* – продолжительность одного оборота оборотных активов в базисном периоде, дни;

*ВРф* – средняя фактическая выручка (нетто) от реализации продукции в отчетном периоде.

***Эффективность использования оборотного капитала*** зависит от внешних и внутренних факторов. К влиянию внешних факторов предприятие может только приспосабливаться. К таким факторам относятся:

♦ общеэкономическая ситуация в стране;

♦ налоговая и кредитная политика государства;

♦ возможность участия корпорации в программах, финансируемых из федерального и региональных бюджетов и других.

К важнейшим внешним факторам, влияющим на ФЭП конкретной корпорации, можно также отнести:

♦ кризис неплатежей;

♦ уровень налогообложения доходов предприятий;

♦ ставки банковского процента и др.

Значительные резервы повышения эффективности использования оборотного капитала находятся непосредственно внутри корпорации. Прежде всего, это относится к производственным запасам и логистике. Рациональная их организация является важным условием повышения эффективности использования оборотных средств.

Основными путями ***сокращения материально‑производственных запасов*** являются:

♦ продажа излишних запасов материальных ценностей;

♦ улучшение организации закупок сырья и материалов и складского хозяйства;

♦ проведение систематической работы по определению плановой потребности в оборотных активах предприятия и его структурных подразделений;

♦ отладка логистических и других бизнес-процессов;

♦ цифровизация экономики корпорации;

♦ сокращение длительности производственного цикла и др.

Таким образом, моделирование текущих финансовых потребностей, особенно проведенное с использованием современных математических и цифровых методов, позволяет оптимизировать размер потребностей корпорации в оборотном капитале, в частности в финансировании текущих потребностей.

**5.5. Принципы оптимизации производственных запасов корпорации**

Управление оборотным капиталом предполагает тесное переплетение корпоративного финансового менеджмента, производственного менеджмента и маркетинга.

При определении величины оборотных средств, вкладываемых в производственные запасы, корпорация должна решить ***проблему оптимизации запасов***, нахождение такой их величины, при которой:

1. затраты по их поддержанию минимальны;

2. величина запасов достаточна для устойчивой работы предприятия.

Считается при этом, что спрос заранее известен. Он отражен в объеме продаж:

♦ продажи предполагаются постоянными в течение года;

♦ издержки, связанные с временным отсутствием запасов на складе, не рассматриваются;

♦ не учитывается необходимость иметь на складе минимальный запас для подстраховки;

♦ сроки поставки предполагаются постоянными.

Если рассматривать корпорацию, у которой продажи равномерно распределены во времени, то и пополнение запасов должно происходить через равные интервалы.

Если требуемое количество во время каждой поставки равно *Q* то средний запас будет равен Q/2.

Затраты, связанные с поддержанием запасов, включают в себя затраты по хранению, по размещению и выполнению заказов.

Затраты по хранению в основном увеличиваются прямо пропорционально среднему размеру запасов. Если затраты на хранение единицы запаса обозначить С, то общие затраты по хранению будут равны:

*Зхр* = *С × Q*/2.

Затраты по размещению и выполнению заказов связаны с организацией снабжения и поставок. Их также называют затратами на заказ. Затраты по размещению и выполнению заказов в большинстве случаев являются постоянными, т. е. не зависят от размера запасов.

Общие затраты по контролю за исполнением заказов равны произведению количества заказов затрат и затрат на единицу заказа. Если обозначить *D* – годовая потребность в запасах; *Е* – затраты на единицу заказа, то общие затраты на исполнение заказ будут равны:

*Зз* = *D/Q×Е.*

Общие затраты на складское обеспечение, таким образом, равны

*З* = *D/Q×Е +* Q/2×*С* = *Зхр* + *Зз*.

Отсюда оптимальный размер партии определяется по формуле



а оптимальный размер запаса –

*З* = Q/2.

Приведем пример.Годовая потребность в материалах составляет 14 000 тыс. руб., средняя стоимость размещения одного заказа – 1,2 тыс. руб., а средняя стоимость хранения единицы товара – 0,7 тыс. руб. Тогда оптимальный размер заказа должен составить



тыс. руб.,

а оптимальный средний размер запаса материалов составит

*З* = Q/2 = 219,1/2 = 109,6 тыс. руб.

Таким образом, современный подход к оптимизации запасов корпорации базируется на управленческом учете всех элементов затрат, сопровождающих логистику закупок и размещения запасов на складах.

**5.6. Управление дебиторской задолженностью**

Поступление платежей от дебиторов является одним из основных источников поступления денежных средств на предприятии. Следовательно, организация оптимальных режимов движения дебиторской задолженности прямо влияет на цель деятельности корпорации в рыночных условиях – получение доходов и прибыли.

***Образование дебиторской задолженности*** является объективным фактом процесса функционирования корпорации: отгружая произведенную продукцию или оказывая некоторые услуги, корпорация, как правило, не получает деньги в оплату немедленно, т. е. она, по сути, кредитует покупателей. При этом, с одной стороны, возникающая дебиторская задолженность отвлекает средства из сферы производства, что приводит к снижению эффективности использования оборотных средств в целом, отражается на показателях выполнения плана поставок по договорам, планов по прибыли и рентабельности.

Но с другой стороны, увеличивая продажи в кредит (и соответственно размер дебиторской задолженности), корпорация может привлечь новых покупателей, увеличить объем продаж и получаемую прибыль.

На величину дебиторской задолженности корпорации влияют ***внешние факторы:***

♦ состояние экономики в стране (спад производства и нарушения финансовой дисциплины увеличивают размеры дебиторской задолженности);

♦ состояние расчетов в стране (кризис неплатежей и недостатки платежной системы приводит к росту дебиторской задолженности);

♦ уровень инфляции (при высокой инфляции контрагенты не торопятся расстаться с долгами – чем позже срок уплаты долга, тем меньше реальная его сумма);

♦ эффективность денежно‑кредитной политики ЦБ РФ (ограничение эмиссии вызывает «денежный голод» и затрудняет расчеты, ужесточение требований банков замедляет реальное кредитование);

♦ вид продукции (если это сезонная продукция, то дебиторская задолженность возрастает);

♦ емкость рынка и степень его насыщенности (если рынок мал и насыщен данным видом продукции, то возникают трудности с реализацией).

***Внутренние факторы***, определяющие уровень дебиторской задолженности:

♦ общий объем продаж и доля в нем реализации на условиях последующей оплаты (с ростом объема продаж растут и остатки дебиторской задолженности);

♦ условия расчетов с покупателями и заказчиками (увеличение сроков, снижение требований по оценке надежности дебиторов ведут к росту дебиторской задолженности);

♦ политика взыскания дебиторской задолженности (чем активнее корпорация во взыскании дебиторской задолженности, тем меньше ее остатки и тем выше «качество» дебиторской задолженности);

♦ платежная дисциплина покупателей и общее экономическое состояние тех отраслей, к которым они относятся.

Исходя из того что дебиторская задолженность – ненормируемое оборотное средство, она не может быть заранее учтена в силу специфики формирования, скорости движения, закономерности возникновения. Тем не менее, величину дебиторской задолженности можно достаточно точно прогнозировать и воздействовать на нее с помощью действующей системы кредитования и расчетов.

Определение возможной суммы денежных средств, инвестируемых в дебиторскую задолженность, осуществляется по следующей формуле:

*Идз* = *Орк × Ксц ×* (*ППК* + *ПР*)/360,

где *Идз* – необходимая сумма денежных средств, инвестируемых в дебиторскую задолженность;

*Орк* – планируемый объем реализации продукции в кредит;

*Ксц* – коэффициент соотношения себестоимости и цены продукции;

*ППк* – средний период предоставления кредита покупателям, в днях;

*пр* – средний период просрочки платежей по предоставленному кредиту, в днях.

Любое увеличение дебиторской задолженности должно быть профинансировано за счет собственных, привлеченных или заемных источников. При отгрузке продукции запасы уменьшаются на величину затрат на реализованную продукцию. При этом дебиторская задолженность увеличивается на сумму подлежащей получению выручки от реализации, а реализация продукции, отражаемая в отчетности, увеличивается на величину дебиторской задолженности. При оплате товара немедленно корпорация получает прибыль реально, но если товар отгружен, но не оплачен при соблюдении условий договора (перехода права собственности), прибыль лишь числится на балансе, фактически ее не существует до того момента, пока оплата не будет произведена.

Для контроля дебиторской задолженности и предотвращения появления безнадежных долгов корпорация классифицирует задолженность по срокам возникновения, а также изучает показатель оборачиваемости дебиторской задолженности в днях. В целях управления дебиторской задолженностью производится анализ платежной дисциплины дебиторов.

***Группировка покупателей*** продукции по уровню кредитоспособности основывается на результатах ее оценки и предусматривает обычно выделение следующих их категорий:

♦ покупатели, которым кредит может быть предоставлен в максимальном объеме, т. е. на уровне установленного кредитного лимита (группа «первоклассных заемщиков»);

♦ покупатели, которым кредит может быть предоставлен в ограниченном объеме, определяемом уровнем допустимого риска невозврата долга;

♦ покупатели, которым кредит может быть предоставлен в ограниченном объеме, определяемом уровнем допустимого риска невозврата долга;

♦ покупатели, которым кредит не предоставляется (при недопустимом уровне риска невозврата долга, определяемом типом избранной кредитной политики).

С этой целью подробно рассматривается состав просроченной дебиторской задолженности, выделяется сомнительная и безнадежная дебиторская задолженность, рассчитывается удельный вес таких долгов в структуре дебиторской задолженности.

Таким образом, управление дебиторской задолженностью является одним из важнейших принципов современных корпоративных финансов.

### 5.7. Источники формирования оборотного капитала

Источники формирования оборотных средств отражены в пассиве баланса предприятия. Исходя из классификации оборотных средств предприятия источники делятся на собственные, заемные и привлеченные (рис. 5.2).

***К источникам формирования собственных оборотных средств*** относятся:

♦ уставной капитал;

♦ добавочный капитал;

♦ резервный капитал (фонды, образованные в соответствии с законодательством, а также с учредительными документами);

♦ целевые поступления и финансирования;

♦ нераспределенная прибыль.

К заемным источникам формирования оборотных средств относят краткосрочные кредиты и займы. Краткосрочные ссуды предоставляются коммерческими банками на основе кредитных договоров на создание сезонных запасов сырья и материалов, временное восполнение недостатка собственных оборотных средств, осуществление расчетов и т. д.

Коммерческие кредиты других предприятий предоставляются в виде займов, авансов, векселей; кроме того, возможны выпуски в обращение долговых ценных бумаг – облигаций, векселей. Несмотря на платность за пользование заемными ресурсами, привлечение их в оборот предприятия может существенно повысить рентабельность собственных средств.

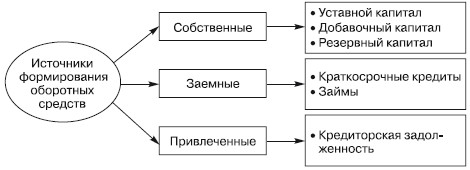


Рисунок 5.2 - Источники формирования оборотных средств

К привлеченным источникам относится кредиторская задолженность. Она может быть связана с существующей системой расчетов (отгрузка – оплата), а также может возникнуть в связи с нарушением платежной дисциплины. Это наиболее весомая часть краткосрочной задолженности, она может быть выше у более мелких предприятий, которые не всегда имеют возможность использовать другие источники.

На каждом конкретном предприятии источники формирования оборотных средств определяются финансовой политикой.

♦ ***Консервативный подход*** к формированию оборотных активов предусматривает низкий удельный вес краткосрочных кредитов и займов, которые покрывают лишь часть переменных текущих активов (временная потребность в оборотных средствах). Внеоборотные активы и основная доля оборотных активов финансируются за счет собственных источников и долгосрочных обязательств. При этом предполагается создание высоких размеров страховых запасов на случай сбоев в поставках сырья и материалов, технологических условиях производства, ухудшения общей ситуации на рынке. Консервативная политика снижает предпринимательские и финансовые риски, но не способствует повышению эффективности использования оборотных активов и росту их рентабельности.

♦ ***Умеренный подход*** к формированию оборотных активов направлен на обеспечение полного удовлетворения текущей потребности во всех видах оборотных активов и создание нормальных страховых их размеров на случай наиболее типичных сбоев в ходе операционной деятельности предприятия. За счет краткосрочных кредитов и займов покрывается, как правило, вся переменная часть текущих активов, ее постоянная часть финансируется за счет собственных источников. При таком подходе обеспечивается среднее для реальных хозяйственных условий соотношение между уровнем риска и уровнем эффективности использования финансовых ресурсов.

♦ ***Агрессивный подход*** к формированию оборотных активов заключается в минимизации всех форм страховых резервов по отдельным видам этих активов. За счет краткосрочного кредита финансируется не только переменная часть оборотных средств, но и существенная доля ее постоянной части. При отсутствии сбоев в ходе операционной деятельности такой подход к формированию оборотных активов обеспечивает наиболее высокий уровень эффективности их использования. Однако любые сбои в осуществлении нормального хода операционной деятельности, вызванные действием внутренних или внешних факторов, приводит к существенным финансовым потерям из‑за сокращения объема производства и реализации продукции.

Таким образом, выбор источников финансирования оборотных активов и формирования оборотных средств зависит от финансовой стратегии и политики организации в целом и в конечном итоге влияет на эффективность использования оборотных средств, на уровень риска, финансовую устойчивость и платежеспособность.

Сопоставление совокупной потребности в собственных оборотных средствах на конец и начало планируемого периода определяет ***прирост или уменьшение собственных оборотных средств.*** Прирост оборотных средств находит отражение в финансовом плане и требует определения источников его покрытия.

Такими источниками могут быть:

♦ излишек оборотных средств на начало года;

♦ неиспользованная прибыль корпорации;

♦ прирост кредиторской задолженности, постоянно находящейся в обороте корпорации (устойчивые пассивы), т. е. приравненные к собственным источники;

♦ эмиссия ценных бумаг;

♦ прочие источники.

Излишек или недостаток оборотных средств определяется путем сопоставления фактического наличия собственных оборотных средств по балансу с потребностью в них. Фактическое наличие собственных оборотных средств определяется по следующему расчету:

итог раздела III баланса + строки 640, 650 раздела V баланса – (итог раздела I – раздел IV).

Как излишек, так и недостаток оборотных средств негативно влияет на финансовое состояние корпорации. Излишек оборотных средств означает отвлечение, омертвление средств в излишних запасах товарно‑материальных ценностей, что замедляет оборачиваемость оборотных средств; увеличение расходов, связанных с хранением этих запасов.

Основными причинами образования сверхнормативных запасов могут быть:

♦ по производственным запасам – излишние и неиспользуемые материалы на складе, неравномерное поступление материальных ресурсов, сверхнормативные расходы на производство продукции;

♦ по незавершенному производству – удорожание себестоимости в результате несоблюдения технологии производства, перерасход материальных ресурсов, недостатки планирования и организации производства;

♦ по готовой продукции – низкое качество, неритмичный выпуск продукции, сбои в отгрузке, изменение ситуации на рынке сбыта.

Недостаток оборотных средств приводит к сбоям в производственном процессе в связи с невозможностью своевременно пополнять производственные запасы, осуществлять расчеты с кредиторами, работниками, банками и т. д. Все это в конечном итоге сказывается на финансовом состоянии корпорации, ухудшает его платежеспособность ,может привести к банкротству.

Поэтому управление источниками финансирования оборотного капитала является важнейшим элементом корпоративных финансов.

### 5.8. Факторинг и виды факторинговых отношений

***Факторинг* –** это переуступка, не оплаченная долговыми требованиями (вексель), возникающими между контрагентами в результате продажи товаров и услуг на условиях коммерческого кредита третьему лицу, которое берет на себя бухгалтерское, информационное, сбытовое, юридическое, страховое оформление.

***Основные функции факторинга:***

1) кредитование клиента в форме предварительной оплаты долговых требований;

2) ведение бухгалтерского учета клиентов;

3) инкассирование задолженности клиентов;

4) страхование клиента от кредитного риска.

***Стороны, участвующие в факторинговых операциях:*** фактор, первоначальный кредитор и должник.

Факторинговое обслуживание привлекательно корпораций, испытывающих финансовые затруднения.

***Виды факторинговых операций:***

1) по месту нахождения сторон:

а) внутренние операции;

б) международные операции;

2) по осведомленности должника об участии в сделке фактора:

а) открытые операции;

б) закрытые операции (конфиденциальность);

3) по наличию права регресса (обратное требование поставщику возместить уплаченную сумму): а) с правом регресса; б) без права регресса.

***Взаимный факторинг (двухфакторный)* –** это факторинговая операция, при которой факторинговая компания будет действовать в своей стране от имени (по поручению) иностранной факторинговой компании по сделкам, предполагающим участие этих двух стран.

***Прямой импортный факторинг* –** это соглашение с факторинговой компанией в стране, которая непосредственно импортирует продукт.

***Прямой экспортный факторинг* –** это соглашение, которому факторинговая компания берет на себя долю ответственности (кредитный риск, кредитование, ведение учета, инкассирование долговых требований).

***Типы факторинговых соглашений:***

1. *Соглашение о полном обслуживании заключается только при постоянных деловых (проверенных) отношениях. Это соглашение, как правило, должно включать в себя следующие условия:*

а) полная защита от появления сомнительных долгов;

б) управление кредитом;

в) учет реализации продукта;

г) кредитование в виде предварительной оплаты. Соглашение с правом регресса отличается от обратного тем, что факторинговая компания не выступает страховщиком кредитного риска, который продолжает нести поставщик.

2. *Агентское соглашение (соглашение об оптовом факторинге)* **–** это соглашение, при котором за факторинговой организацией остается функция инкассирования. Преимущество для факторинговой ситуации заключается в снижении издержек (затрат) на оценку кредитоспособности. Оплата оставшейся части осуществляется только после погашения всех долговых обязательств клиентом.

3. *Соглашение об учете счетов* **–** это соглашение, которое производится, если поставщик заинтересован только в кредитовании со стороны факторинговой организации.

Таким образом, факторинг является современным финансовым инструментом, который позволяет обеспечить принцип непрерывной деятельности корпорации даже при временных финансовых сложностях.

**5.9. Принцип эффективности использования оборотного капитала**

Прежде всего, необходимо определить, что понимается под эффективностью использования оборотного капитала (оборотных средств). Экономическая эффективность использования оборотных средств выражается в полезном результате, получаемом корпорацией в процессе осуществления своей деятельности. Финансовое состояние корпорации находится в прямой зависимости от состояния оборотного капитала, организации его движения с минимально возможной суммой для получения наибольшей отдачи в форме прибыли. Экономическая эффективность определяется показателями оборачиваемости. Под оборачиваемостью оборотных средств понимается их движение в процессе производства и реализации произведенного продукта, т. е. длительность одного полного кругооборота средств от приобретения производственных запасов и выплаты заработной платы до реализации готовой продукции и поступления денег на расчетный счет предприятия.

***Оборачиваемость оборотных средств*** выражается с помощью показателей: коэффициента оборачиваемости *(Ко),* длительности одного оборота в днях *(Од)* и отдачи оборотных средств, исчисляемой по стоимости товарной продукции или прибыли на 1 руб. оборотных средств.

Коэффициент оборачиваемости исчисляется по следующей формуле:

*Ко* = *V/ОС,*

где *V* – объем реализации (продаж);

*ОС* – средний остаток оборотных средств.

Приведем пример**.** За год объем реализации составил 10 000 тыс. руб., оборотный капитал в размере 2000 тыс. руб., *ко* = 5 (10 000/2000). Это означает, что на каждый рубль оборотных средств реализовано 5 руб. товарной продукции, или вся сумма оборотных средств за год совершила 5 оборотов.

Величина, обратная коэффициенту оборачиваемости (Ко), ***называется коэффициентом закрепления*** (в нашем примере он составит 2000/10 000 = 0,2). Этот показатель отражает, сколько оборотных средств приходится на рубль реализации.

Длительность одного оборота оборотных средств в днях *(tд)* вычисляется по формуле:

*tд* = *Д/Ко* ,

где *Д* – количество дней в периоде (год – 360, квартал – 90 дней).

В нашем примере *tд*= 72 дня (360/5).

Подставив в эту формулу значение показателя *К,* получим формулу для расчета продолжительности кругооборота оборотных средств:

*tд* = *Д×СО/V.*

В процессе управления оборотным капиталом рассматривают длительность оборота отдельных элементов оборотных активов:

1. Длительность оборота товарно‑материальных запасов. Этот показатель отражает период времени, необходимый для превращения материальных запасов (сырья) в готовую продукцию и ее реализации:

*t мз*= *Д × Мз*/V*c*,

где *Д* – 360 дней;

*Мз* – среднее значение запасов товарно‑материальных ценностей;

*Vc* – объем продаж по себестоимости.

Пример.Себестоимость реализованной продукции составит 200 тыс. руб., средние остатки производственных запасов – 20 тыс. руб. Определить длительность оборота производственных запасов. Она составит 72 дня (360×20 / 200), т. е. необходимо 72 дня для превращения сырья, материалов, топлива и т. п. в готовую продукцию и ее реализацию.

2. Длительность оборота дебиторской задолженности отражает средний срок получения платежа:

*tдб* = *ДЗ*/*v*,

где *ДЗ* – дебиторская задолженность;

*v* – однодневная выручка от реализации.

Пример**.** Дебиторская задолженность составляет 30 тыс. руб. Выручка от реализации – 450 тыс. руб. Найти длительность оборота дебиторской задолженности. Она составит 24 дня (30/450/360), т. е. потребуется 24 дня, чтобы дебиторская задолженность была превращена в денежные средства.́

Скорость оборачиваемости оборотных средств на предприятиях различных отраслей промышленности неодинакова. На предприятиях с длительным циклом производства средства оборачиваются медленнее, чем на предприятиях с коротким циклом производства.

Ускорение или замедление оборачиваемости оборотных средств определяется путем сопоставления фактических показателей оборачиваемости с плановыми или соответствующими данными за прошлые периоды. Исключительно большое значение имеет ***ускорение оборачиваемости оборотного капитала.*** Под ускорением оборачиваемости понимается сокращение длительности одного оборота. Корпорация при той же сумме оборотных средств может выпустить и реализовать больше продукции и, следовательно, получить больше прибыли, повысить рентабельность. Все это способствует увеличению производства и реализации продукции при тех же ресурсах, т. е. минимизации финансовых затрат.

Различают ***абсолютное и относительное высвобождение*** оборотных средств. Абсолютное высвобождение оборотных средств происходит в том случае, когда выполнение или перевыполнение производственной программы обеспечивается при использовании меньшей суммой оборотных средств, чем предусмотрено планом. Относительное высвобождение оборотных средств представляет собой разность между потребностью в оборотных средствах организации, исчисленной исходя из плановой или фактически достигнутой в отчетном году оборачиваемости, и той суммой, с которой предприятие обеспечило выполнение и перевыполнение производственной программы.

Таким образом, эффективное использование оборотного капитала позволяет реализовать принцип бережливого производства и уменьшает потребность корпорации в денежных средствах на текущую бизнес-деятельность.

**Контрольные вопросы:**

1. Что такое оборотный капитал?
2. Каковы принципы управления оборотным капиталом вы знаете?
3. Что такое факторинг?

**Глава 6. Денежные потоки корпорации**

**6.1. Состав и классификация денежных потоков**

Денежные потоки опосредуют кругооборот капитала корпорации на всех его стадиях, из чего можно сделать вывод о том, что они неоднородны. Следовательно, для более эффективного управления денежными потоками необходима их детальная классификация.

***Классификацию денежных потоков*** можно проводить по целому ряду признаков:

1. По масштабам обслуживания хозяйственного процесса:

♦ денежный поток по предприятию в целом;

♦ денежный поток по отдельным структурным подразделениям (центрам ответственности) предприятия;

♦ денежный поток по отдельным хозяйственным операциям.

2. По экономическому содержанию:

♦ денежный поток по текущей деятельности;

♦ денежный поток по инвестиционной деятельности;

♦ денежный поток по финансовой деятельности.

3. По направленности движения денежных средств:

♦ положительный денежный поток – характеризует совокупность поступлений денежных средств на предприятие от всех видов хозяйственных операций;

♦ отрицательный денежный поток – характеризует совокупность выплат денежных средств предприятием в процессе осуществления всех видов его хозяйственных операций.

4. По непрерывности формирования в рассматриваемом периоде:

♦ регулярный денежный поток;

♦ дискретный денежный поток.

5. По методу исчисления объема:

♦ валовый денежный поток – характеризует всю совокупность поступлений или расходования денежных средств в рассматриваемом периоде времени в разрезе отдельных его интервалов;

♦ чистый денежный поток – характеризует разницу между положительным и отрицательным денежными потоками в рассматриваемом периоде времени в разрезе отдельных его интервалов.

6. По методу оценки во времени:

♦ настоящий денежный поток;

♦ будущий денежный поток.

Однако наиболее важной является группировка денежных потоков по экономическому содержанию хозяйственных операций (трем видам деятельности). Данная классификация используется и при составлении бухгалтерской отчетности о движении денежных средств (форма № 4), утвержденной приказом Минфина РФ от 22.07.2003 г. № 67н «О формах бухгалтерской отчетности организаций».

В соответствии с данным документом ***текущей деятельностью*** считается деятельность организации, преследующая извлечение прибыли в качестве основной цели и связанная с производством промышленной, сельскохозяйственной продукции, выполнением строительных работ, продажей товаров, оказанием услуг общественного питания, заготовкой сельскохозяйственной продукции, сдачей имущества в аренду и т.д.

***Инвестиционной деятельностью*** считается деятельность корпорации, связанная с приобретением земельных участков, зданий и иной недвижимости, оборудования, нематериальных активов и других внеоборотных активов, а также их продажей; с осуществлением собственного строительства, расходов на научно‑исследовательские, опытно‑конструкторские и технологические разработки; с осуществлением финансовых вложений (приобретение ценных бумаг других организаций, в том числе долговых, вклады в уставные (складочные) капиталы других организаций, предоставление другим организациям займов и т. п.).

***Финансовой деятельностью*** считается деятельность корпорации, в результате которой изменяются величина и состав собственного капитала организации, заемных средств (поступления от выпуска акций, облигаций, предоставления другими организациями займов, погашение заемных средств и т. п.).

Таким образом, вся совокупность финансовых отношений предприятий, связанных с формированием и использованием финансовых ресурсов, может быть условно представлена в виде трех видов денежных потоков и иметь четкие стоимостные характеристики.

Другие способы классификации денежных потоков используются при финансовом планировании и бюджетировании, принятии инвестиционных решений, в финансовом анализе.

**6.2. Прямой и косвенный методы расчета денежных потоков**

Корпорация может отчитываться о движении денежных средств, используя либо прямой, либо косвенный метод расчета. Расчет прямым методом ведется посредством отражения итогов операций (оборотов) по счетам денежных средств за период. При этом операции группируются по трем видам деятельности. Необходимые данные для заполнения формы можно получить непосредственно из бухгалтерских регистров.

***Расчет денежного потока прямым методом*** дает возможность оценить платежеспособность корпорации, а также осуществлять контроль за поступлением и расходованием денежных средств. В системе внутрикорпоративного финансового планирования разработка кассового бюджета в большинстве случаев ведется именно прямым методом. В Российской Федерации прямой метод положен в основу формы отчета о движении денежных средств.

Прямой метод имеет довольно простую процедуру расчета, понятную бухгалтерам, составляющим отчетность. Необходимые данные для заполнения формы можно получить непосредственно из бухгалтерских регистров. Расчет денежного потока прямым методом дает возможность оценить платежеспособность предприятия, а также осуществлять контроль за поступлением и расходованием денежных средств.

***Расчет денежных потоков косвенным методом*** основан на трансформации показателя чистой прибыли в результат движения денежных средств посредством специальных корректировок. Показатель прибыли как результат хозяйственной деятельности является условно‑расчетной величиной и строится в основном на методе начислений (т. е. отражает хозяйственные операции по факту их совершения, а не по движению денежных средств), поэтому необходимо устранить влияние временных лагов между совершением операций и движением денег путем «очистки» прибыли от так называемых неденежных компонентов.

При косвенном методе финансовый результат с помощью ряда корректировок преобразуется в величину изменения денежных средств от текущей деятельности за период (разность сумм на начало и конец периода) на основании информации бухгалтерского баланса, отчета о прибылях и убытках, приложений к балансу и Главной книги.

♦ *Прибавляется к чистой прибыли:*

• начисленная за период амортизация основных фондов и нематериальных активов;

• уменьшение дебиторской задолженности;

• уменьшение остатков ТМЦ;

• уменьшение расходов будущих периодов;

• увеличение кредиторской задолженности;

• увеличение начисленных прочих обязательств;

• увеличение задолженности перед бюджетом и внебюджетными фондами;

• уменьшение НДС по приобретенным ценностям.

♦ *Вычитается из чистой прибыли:*

• переоценка основных средств;

• увеличение дебиторской задолженности;

• увеличение остатков ТМЦ;

• увеличение расходов будущих периодов;

• уменьшение кредиторской задолженности;

• уменьшение начисленных прочих обязательств;

• уменьшение задолженности перед бюджетом и внебюджетными фондами;

• использование нераспределенной прибыли прошлых лет;

• использование резервов;

• использование средств фондов, формируемых из чистой прибыли;

• увеличение НДС по приобретенным ценностям.

Подготовка отчета о движении денежных средств проводится в несколько этапов:

♦ рассчитываются изменения статей баланса за рассматриваемый промежуток времени;

♦ определяется их влияние на величину денежных потоков;

♦ классифицируются данные, взятые из отчета о прибылях и убытках и отчета о движении капитала, на факторы, которые способствуют увеличению объема денежных средств, и факторы, которые способствуют его уменьшению.

Полученная информация объединяется по видам деятельности в отчете о движении денежных средств.

Таким образом, прямым или косвенным методом мы можем получить показатели денежных потоков за период, которые необходимо подвергать анализу.

**6.3. Анализ денежных потоков**

Информационной базой для анализа в первую очередь служит ***отчет о движении денежных средств***, а также бухгалтерский баланс, приложения к нему, отчет о финансовых результатах, данные учетных регистров. С помощью отчета о денежных потоках можно получить ответы на следующие вопросы:

♦ увеличилась или уменьшилась сумма денежных средств за отчетный период;

♦ какая часть денежных средств была получена от текущей деятельности, инвестирования, займов;

♦ какое количество денег расходуется на осуществление текущих операций, инвестиции, погашение долгов, выплату дивидендов.

Следует подчеркнуть приоритетное значение денежных потоков именно по текущей деятельности. ***Положительный из года в год денежный поток*** по текущей деятельности – это первостепенное условие успешной работы предприятия и свидетельство его финансовой устойчивости. Он означает, что поступлений от текущей деятельности достаточно для осуществления не только простого, но и расширенного воспроизводства.

***Отрицательный денежный поток*** по текущей деятельности свидетельствует в первую очередь о недостатке собственных оборотных средств даже для простого воспроизводства. Корпорации, имеющие отрицательный денежный поток по текущей деятельности, вынуждены прибегать либо к увеличению задолженности для поддержания производства на прежнем уровне, либо к продаже имущества и сворачиванию инвестиционных программ, а в более тяжелых случаях и к сокращению объемов производства. В случае устойчивой тенденции в отрицательных результатах текущей деятельности корпорация со временем становится неплатежеспособной и вероятность наступления ее банкротства оценивается очень высоко.

***При горизонтальном анализе*** отчета оценивают тенденции, уровень и разброс денежных потоков во времени. Общая тенденция или тренд позволяет определить стадию и направление развития корпорации – рост, спад или стагнация. Уровень или порядок и среднюю величину ежегодного денежного потока необходимо сравнить со среднеотраслевыми показателями, для того чтобы иметь представление о месте корпорации в отрасли. Разброс колебаний данного показателя относительно среднего значения является характеристикой стабильности работы корпорации и может использоваться при оценке делового риска. Чем больше разброс колебаний, больше дисперсия, тем более рисковым является данная корпорация.

На следующем этапе анализа необходимо выяснить причины отрицательного значения результата движения денежных средств. Основными внутренними причинами отрицательного значения денежного потока за период могут быть:

♦ недостаточная рентабельность реализации, которая не в состоянии покрыть нормальную потребность в оборотном капитале вследствие инфляции;

♦ снижение объемов реализации из‑за потери крупных потребителей;

♦ быстрый рост и расширение производства;

♦ замедление оборачиваемости оборотного капитала;

♦ нерациональная дивидендная политика;

♦ высокая доля заемного капитала, что вызывает значительные выплаты по процентам и погашению ссуд;

♦ большие капитальные вложения и влияние инфляции на амортизацию;

♦ чрезмерные налоговые платежи.

Среди внешних причин наиболее существенными являются:

♦ кризис неплатежей;

♦ инфляция;

♦ рост цен на энергоносители;

♦ конкуренция;

♦ рост процентных ставок.

В случае если денежный поток по корпорации в целом положительный, то следует обратить внимание на то, не является ли это следствием получения крупных кредитов, либо получения средств из централизованных источников, либо привлечения новых акционеров.

Последствия отрицательного денежного потока или его недостаточной величины с устойчивой тенденцией к снижению, как правило, следующие. Для получения необходимых сумм предприятие старается реализовать неиспользуемые в хозяйственной деятельности активы. Недостаток средств также восполняется за счет дополнительного привлечения банковских и коммерческих кредитов. Следовательно, изменяется структура пассивов, ухудшается финансовая независимость предприятия. В дальнейшем такие предприятия вынуждены откладывать платежи (по заработной плате, контрагентам, в бюджет), что выражается в росте кредиторской задолженности, особенно просроченной. Предприятие постепенно становится неплатежеспособным, и банкротство является для него наиболее вероятным прогнозом.

Анализ отчета об источниках и использовании денежных средств очень полезен в планировании средне– и долгосрочного финансирования, так как позволяет судить о потребности в денежных средствах, о времени возникновения этой потребности и ее характере. Другими словами, появляется возможность прогнозировать состояние денежных средств фирмы с помощью денежного бюджета (бюджета денежных средств), в котором дается оценка будущих потоков денежных средств.

### 6.4. Расчет среднего остатка денежных средств

Для оптимизации среднего остатка денежных активов предприятия целесообразно разделить остаток на составляющие:

♦ операционный;

♦ страховой;

♦ компенсационный;

♦ инвестиционный.

***Операционный (трансакционный) остаток*** денежных активов формируется с целью обеспечения текущих платежей, связанных с производственно‑коммерческой (операционной) деятельностью корпорации: по закупке сырья, материалов и полуфабрикатов; оплате труда; уплате налогов; оплате услуг сторонних организаций и т. п. Этот вид остатка денежных средств является основным в составе совокупных денежных активов корпорации. Потребность в операционном (трансакционном) остатке денежных активов характеризует минимальную их сумму, необходимую для осуществления текущей хозяйственной деятельности. На практике для расчета планируемой суммы операционного остатка денежных активов предлагается использовать следующую формулу:



где – планируемая сумма операционного остатка денежных активов корпорации;

*ПОод* – планируемый объем денежного оборота (суммы расходования денежных средств) по текущей деятельности предприятия;

*КОда* – количество оборотов среднего остатка денежных активов в плановом периоде.

Расчет планируемой суммы операционного остатка денежных активов может быть осуществлен и на основе отчетного их показателя, если в процессе анализа было установлено, что он обеспечивал своевременность осуществления всех платежей, связанных с операционной деятельностью предприятия. В этом случае для расчета используется следующая формула:



где  – планируемая сумма операционного остатка денежных активов предприятия;

 – фактическая средняя сумма операционного остатка денежных активов предприятия в предшествующем аналогичном периоде;

*ПОод* – планируемый объем денежного оборота (суммы расходования денежных средств) по операционной деятельности предприятия;

*ФОод* – фактический объем денежного оборота (суммы расходования денежных средств) по операционной деятельности предприятия в предшествующем аналогичном периоде;

*КОда* – количество оборотов среднего остатка денежных активов в плановом периоде.

***Страховой (резервный) остаток*** денежных активов формируется для страхования риска несвоевременного поступления денежных средств от операционной деятельности в связи с ухудшением конъюнктуры на рынке готовой продукции, замедлением платежного оборота и по другим причинам. Потребность в страховом (резервном) остатке денежных активов определяется на основе рассчитанной суммы их операционного остатка и коэффициента неравномерности (коэффициента вариации) поступления денежных средств на предприятие по отдельным месяцам предшествующего года.

*ДАс* = *ДАо × КВпдс*,

где *ДАс* – планируемая сумма страхового остатка денежных активов предприятия;

*ДАо*– плановая сумма операционного остатка денежных активов предприятия;

*КВпдс* – коэффициент вариации поступления денежных средств на предприятие в отчетном периоде.

***Компенсационный остаток***денежных активов формируется в основном по требованию банка, осуществляющего расчетное обслуживание корпорации и оказывающего ей другие виды финансовых услуг. Он представляет собой неснижаемую сумму денежных активов, которую корпорация в соответствии с условиями соглашения о банковском обслуживании должна постоянно хранить на своем расчетном счете. Формирование такого остатка денежных активов является одним из условий выдачи корпорации бланкового кредита и предоставления ему широкого спектра банковских услуг. Потребность в компенсационном остатке денежных активов планируется в размере, определенном соглашением о банковском обслуживании.

***Инвестиционный (спекулятивный) остаток*** денежных активов формируется с целью осуществления эффективных краткосрочных финансовых вложений при благоприятной конъюнктуре в отдельных сегментах рынка денег. Этот вид остатка может целенаправленно формироваться только в том случае, если полностью удовлетворена потребность в формировании денежных авуаров других видов.

Общий размер среднего остатка денежных активов в плановом периоде определяется путем суммирования рассчитанной потребности в отдельных видах:



Таким образом, необходимо осуществлять мониторинг за различными остатками денежных средств корпорации и анализировать их, стараясь обеспечить принцип непрерывной деятельности и текущей платежеспособности корпорации

**6.5. Принцип Баумоля по оптимизации денежных потоков**

Уильям Баумоль первым заметил, что остаток денежных средств на счете во многом сходен с остатком товарно‑материальных запасов, поэтому модель оптимальной партии заказа *(EOQ)* может быть использована и для определения целевого остатка денежных средств. Данная модель исходит из следующих ***основных положений:***

1) потребность компании в денежных средствах находится на постоянном прогнозируемом уровне;

2) прогнозируемость денежных поступлений остается на постоянном уровне;

3) сальдо поступления и оттока денежных средств так же находится на постоянном уровне;

4)все резервы денежных активов хранятся в форме краткосрочных финансовых вложений;

5) остаток денежных средств изменяется от максимума до минимума, равного нулю.

В модели, построенной согласно принципу Баумоля, используются следующие переменные:

*С* – сумма денежных средств, которая может быть получена от продажи ликвидных ценных бумаг или в результате займа;

С/2 – средний остаток средств на счете;

С\* – оптимальная сумма денежных средств, которая может быть получена от продажи ликвидных ценных бумаг или в результате займа;

С\*/2 – оптимальный средний остаток средств на счете;

*F* – постоянные трансакционные затраты по купле‑продаже ценных бумаг или обслуживанию полученной ссуды;

*Т* – общая сумма дополнительных денежных средств, необходимых для поддержания текущих операций в течение всего периода (обычно он равен одному году, но может быть и другой продолжительности в случае сезонных изменений потребности в денежные средствах);

*k* – относительная величина альтернативных затрат (неполученного дохода), принимается в размере ставки дохода по ликвидным ценным бумагам или процента от предоставления имеющихся средств в кредит.

Общие затраты *(ТС)* по поддержанию некоторого остатка средств на счете могут быть определены суммированием альтернативных затрат и постоянных трансакционных затрат.



Таким образом, моделирование остатков и движений денежных средств является важным направлением развития современных корпоративных финансов.

**Глава 7. Корпоративное финансовое планирование и контроль**

**7.1. Принципы современного финансового планирования**

Финансовое планирование в корпорации представляет собой планирование всех его доходов и статей направления расходования денежных средств для благоприятного развития предприятия. Финансовое планирование реализовывается посредством составления финансовых планов различного содержания и направленности в зависимости от объектов и задач планирования

В связи с этим финансовые планы можно разделить на ***текущие, оперативные и перспективные.***

***Бизнес-план*** является примером обобщения перспективного и текущего планирования. Его принято разрабатывать при организации нового предприятия (или подразделения корпорации) или обосновании производства нового ассортимента продукции. Он составляется на период от 3 до 5 лет, поскольку плановые разработки на более продолжительные периоды могут быть недостоверными.

Как правило, различают ***краткосрочное и долгосрочное планирование*.** Долгосрочные планы должны представлять собой так называемую ***рамочную конструкцию***, составными компонентами которой являются краткосрочные планы (на период до одного года).

По времени годовой план обычно разбивается на квартальные и месячные планы.

***Организация планирования*** находится в зависимости от величины месячный. В больших корпорациях работа по составлению планов идет «снизу вверх». Ведь именно на уровне подразделений сконцентрированы кадры, имеющие максимальный опыт в области производства, реализации, закупок, оперативного руководства и т. д. В подразделениях месячный выдвигаются предложения относительно целесообразных действий, которые могут быть предприняты в будущем. Вопросы же стратегического планирования закрепляются за вышестоящими органами управления корпорацией при участии собственников (владельцев) бизнеса.

***Процесс планирования.*** Корпорация должна проводить планирование и контроль в двух основополагающих экономических областях. Во-первых, это прибыльность (рентабельность) его работы, во-вторых, финансовое положение. Поэтому бюджетный план по прибыли и финансовый план являются главными компонентами внутрикорпоративного планирования.

***Основная цель*** внутрипроизводственного финансового планирования – определение возможных объемов финансовых ресурсов, капитала и резервов на основе прогнозирования величины денежных потоков, формируемых за счет собственных, заемных и привлеченных источников.

Исходя из этого основными ***задачами финансового планирования*** деятельности корпорации являются:

♦ обеспечение необходимыми финансовыми ресурсами производственной, инвестиционной и финансовой деятельности;

♦ определение путей эффективного вложения капитала, оценка степени рационального его использования;

♦ выявление внутрихозяйственных резервов увеличения прибыли за счет экономного использования денежных средств;

♦ установление эффективных финансовых отношений с бюджетом, банками и контрагентами;

♦ соблюдение интересов акционеров и других инвесторов;

♦ контроль за финансовым состоянием, платежеспособностью и кредитоспособностью предприятия.

***Значение финансового планирования*** состоит в том, что в его процессе выработанные стратегические цели воплощаются в форму конкретных финансово‑экономических показателей, таких, как: объем продаж, себестоимость, прибыль, инвестиции и др.. Устанавливаются стандарты для упорядочения финансовой информации в виде финансовых планов и отчетов об их исполнении. Определяются приемлемые объемы финансовых ресурсов, необходимые для реализации долгосрочных и оперативных планов предприятия; оперативные финансовые планы (на месяц, квартал) создают базу для разработки и корректировки общефирменной финансовой стратегии.

***Принципы современного финансового планирования*** вытекают из общих принципов организации финансов, но имеют и свои особенности.

1. ***Принцип единства*** предполагает, что планирование должно иметь системный характер, т. е. представлять собой совокупность взаимосвязанных элементов, развивающихся в едином направлении ради общей цели. Единое направление плановой деятельности, общность целей всех подразделений становятся возможным в рамках вертикального единства фирмы.

2. ***Принцип координации планов*** отдельных подразделений выражается в том, что нельзя планировать эффективно деятельность одних подразделений фирмы вне связи с другими; всякие изменения в планах одних структурных единиц должны быть отражены в планах других подразделений.

3. ***Принцип участия*** означает, что каждый специалист корпорации становится участником плановой деятельности независимо от должности и выполняемой им функции. В ходе такого участия создается система мер, в выполнении которой будут задействованы подлинные исполнители.

4. ***Принцип непрерывности*** заключается в том, что процесс планирования должен осуществляться систематически в рамках установленного цикла.

5. ***Принцип гибкости*** тесно связан с предыдущим и заключается в придании планам и процессу планирования в целом возможности изменять свою направленность в связи с возникновением непредвиденных обстоятельств. Поэтому планы должны содержать так называемые резервы безопасности (ресурсов, производственных мощностей и т. д.).

6. ***Принцип обеспечения платежеспособности*** – планирование денежных средств должно обеспечивать платежеспособность предприятия в любое время года.

7. ***Принцип предельной рентабельности*** – при планировании инвестиций следует выбирать те проекты, которые обеспечивают максимальную (предельную) рентабельность.

8. ***Принцип сбалансированности рисков*** означает, что проекты и программы могут быть включены в финансовый план только при условии удовлетворительного уровня рисков; при этом особенно рисковые долгосрочные инвестиции целесообразно финансировать за счет собственных средств (чистой прибыли и амортизационных отчислений).

***Ключевыми понятиями*** процесса финансового планирования в организации являются:

1. ***Финансовый план*** – обобщенный плановый документ, отражающий формирование и использование финансовых ресурсов на плановый период.

2. ***Бюджет*** – форма планового расчета, определяющая потребности предприятия в ресурсах в рамках до одного года с поквартальной и помесячной разбивкой. В практике управления используются два основных вида бюджетов: операционные и финансовые.

3. ***Бюджетирование*** – процесс разработки конкретных бюджетов в соответствии с целями планирования (например, платежный баланс на предстоящий месяц).

Таким образом, финансовое планирование в современной корпорации занимает ведущее место и должно базироваться на выработанных в теории и обоснованных на практике фундаментальных принципах, рассмотренных выше.

### 7.2. Прогнозирование как база финансового планирования

Значительную роль для финансового планирования играет та информация, которая дает представление о положении дел в дальнейшем, т. е. прогностическая информация. Процесс получения этой информации называется прогнозированием

***Финансовое прогнозирование* –** это прежде всего обоснование показателей финансовых планов, предвидение финансового положения на тот или прочий временной период. В теории и на практике выделяют среднесрочное (5 – 10 лет) и долгосрочное (более 10 лет) финансовое прогнозирование

***Главная цель*** финансового прогнозирования состоит в определение реально возможного объема финансовых ресурсов и их потребности в прогнозируемом периоде. Финансовые прогнозы являются необходимым элементом и одновременно этапом в выработке финансовой политики

В теории и на практике используются различные ***методы прогнозирования***:

1) ***метод экспертных оценок*** (опрос с использованием дельфийского метода, представительский опрос и др.);

2) ***метод обработки пространственных и временных совокупностей;***

3) ***метод ситуационного анализа*** и прогнозирования, в том числе методы имитационного моделирования, модели роста;

4) ***метод пропорциональных зависимостей*** показателей, включая производственные функции и функции издержек.

***Стратегический финансовый прогноз*** разрабатывается исходя из целей ведения бизнеса, с учетом макроэкономических процессов в экономике, финансовой политики государства, в том числе налоговой, таможенной политики; состояния и развития финансовых рынков, инвестиционных, инфляционных процессов и т. п.

***Текущие финансовые прогнозы*** разрабатываются с учетом прогнозных тенденций и в конечном итоге принимают форму баланса доходов и расходов корпорации.

Долгосрочные и краткосрочные прогнозы отличаются не только масштабом, но и целями.

Если главной целью долгосрочного прогноза является определение допустимых с позиции финансовой устойчивости темпов расширения и роста корпорации (в том числе интегративные процессы), то целью краткосрочного прогноза является обеспечение постоянной платежеспособности предприятия.

Современные методы прогнозирования в качестве одного из подходов составляют разработку бизнес-планов, представляющих собой модели реализации определенной идеи, программы, проекта и т. д. Неотъемлемой частью бизнес-плана выступает финансовый прогноз, в котором планы по маркетингу, оперативной деятельности, правам собственности и другим аспектам функционирования предприятия выражены в стоимостных показателях.

Финансовый прогноз, равно как и собственно процесс его разработки, следует рассматривать как систему обобщения, творческого анализа и взаимоувязки финансовых показателей всех граней деятельности и развития корпорации. Следует иметь в виду, что в процессе финансового прогнозирования должны учитываться многие неформализуемые факторы, которые повышают жизнеспособность финансового обеспечения функционирования организации.

**7.3. Методы финансового планирования**

Планирование финансовых показателей осуществляется посредством определенных методов, т. е. конкретных способов и приемов расчетов показателей. Среди известных методов планирования можно выделить следующие:

♦ нормативный;

♦ расчетно‑аналитический;

♦ балансовый;

♦ оптимизации плановых решений;

♦ экономико‑математические;

♦ анализ безубыточности;

♦ бюджетного планирования.

Сущность и содержание ***нормативного метода*** планирования финансовых показателей заключается в том, что на основе заранее установленных норм и технико‑экономических нормативов рассчитывается потребность хозяйствующего субъекта в финансовых ресурсах и их источниках. В финансовом планировании применяется целая система норм и нормативов, которая включает:

1. ***федеральные нормативы.*** Они являются едиными для всей территории Российской Федерации, для всех отраслей и предприятий. К ним относятся ставки федеральных налогов; ставки тарифных взносов на государственное социальное страхование; ставки рефинансирования коммерческих банков, утвержденных Банком России, и нормы обязательных резервов банков, депонируемых в Центральном банке России; минимальный размер уставного капитала для акционерных обществ открытого и закрытого типа и др.;

2. ***нормативы отдельных субъектов Российской Федерации*** (республиканские, краевые, областные, автономных образований) действуют в отдельных регионах Российской Федерации. К ним относятся ставки республиканских и местных налогов, тарифных взносов и сборов и т. д.;

3. ***отраслевые нормативы*** применяются в масштабах отдельных отраслей или по группам организационно‑правовых форм предприятий (малые предприятия, акционерные общества и т. п.). Эти нормативы включают нормы предельных уровней рентабельности предприятий монополистов, предельные нормы отчислений в резервный фонд, нормы льгот по налогообложению и др.;

4. ***нормативы корпорации*** – это нормативы, разрабатываемые непосредственно предприятием и используемые им для регулирования производственно‑торгового процесса и финансовой деятельности, контроля за использованием финансовых ресурсов, других целей по эффективному вложению капитала. К этим нормативам относятся нормы потребности в оборотных средствах; нормы кредиторской задолженности, постоянно находящейся в распоряжении предприятия; нормативы распределения финансовых ресурсов и прибыли; норматив отчисления в ремонтный фонд и др.

Как уже было сказано выше, процесс разработки нормативов внутри корпорации является достаточно трудоемким. Однако создание ***нормативной базы***, являющейся основой рационального планирования и бюджетирования, обеспечит эффективную работу корпорации. В связи с этим в корпорации рекомендуется разрабатывать группы нормативных показателей, на основе которых, в свою очередь, будет составляться обоснованный план прибыли и реализации, бюджет денежных поступлений и платежей по компании, а также отдельным входящим в нее подразделениям.

Среди основных можно выделить определенные ***группы нормативов***.

Так, главным нормативом любой компании является ***норма прибыли на инвестированный капитал.***Именно эта ставка служит основой расчета планового объема прибыли фирмы и определяющих ее показателей – объема продаж и суммы издержек.

Важны также ***продажные цены со скидками,***находящиеся под постоянным контролем и вниманием руководителей компании, и ***себестоимость изделий или услуг***, управлять которой часто не удается простыми способами. Предельные цены по многим видам изделий контролирует рынок.

Третья группа нормативных характеристик, которые должны быть основой организации ***труда и заработной платы****,* обеспечивать рост производительности, совмещать рост зарплаты работников со снижением затрат на единицу изготавливаемой продукции.

Четвертая группа нормативных показателей связана с установлением ***оптимального уровня складских запасов.***В первую очередь это касается запасов сырья и материалов: их размер определяется производительностью оборудования, объемами реализации и сроками поставки.

Пятая группа нормативов обеспечивает эффективность управления денежными потоками. Еженедельные и ежемесячные ***нормативы денежных остатков*** обеспечивают контроль за финансовой деятельностью подразделений и компании в целом. Важным показателем здесь также является предельный размер дебиторской задолженности по каждому покупателю.

### *Расчетно‑аналитический метод финансового планирования* заключается в том, что на основе анализа достигнутой величины финансового показателя, принимаемого за базу, и индексов его изменения в плановом периоде рассчитывается плановая величина этого показателя. Расчетно‑аналитический метод широко применяется при планировании суммы прибыли и доходов, прогнозировании динамики активов и пассивов и др.

Сущность ***метода процента от реализации*** заключается в решении двуединой задачи:

1. на основе запланированного роста объема продаж на предстоящий хозяйственный год, выраженного в процентах, определить будущие расходы, активы и обязательства в виде процента от продаж;

2. на основе полученных финансовых параметров составить сбалансированные форматы прогнозной информации:

♦ прогноза отчета о прибылях и убытках (плана доходов и расходов);

♦ прогноза баланса активов и пассивов;

♦ прогноза отчета о движении денежных средств;

♦ сметы наличности (календарного плана).

Решение задачи не вызывает особых затруднений и выполняется в такой последовательности:

1. увеличение всех связанных активов из отчетного баланса на процент от продаж;

2. определение объема нераспределенной прибыли. Нераспределенная прибыль планового года равна нераспределенной прибыли на конец отчетного периода плюс чистая прибыль планового года за вычетом прибыли на потребление;

3. определение суммы долга;

4. вычисление дефицита источников финансирования как разности между приростом активов и суммой изменения источников (долга и нераспределенной прибыли).

Главное достоинство этого метода – простота и ясность. Основные недостатки планирования методом процента от продаж:

♦ сомнительное предположение, что предприятие постоянно работает на полную мощность, все связанные ресурсы сбалансированы, а для роста объема продаж нужны лишь капитальные вложения;

♦ при наличии у предприятия недогруженных активов использование данного метода вызовет усиление степени недозагрузки, что может привести к серьезным искажениям в конечных параметрах всего финансового плана.

Однако при всех перечисленных недостатках этот метод популярен не только потому, что он прост, но и потому, что для использования других методов финансового планирования предприятие порой не располагает достаточным количеством данных.

### *Экономико‑математические методы финансового планирования*

Сущность и содержание экономико‑математического метода в планировании финансовых показателей заключается в том, что оно позволяет найти количественное выражение взаимосвязей финансовых показателей и факторов, их определяющими. Эта связь выражается через экономико‑математическую модель, которая представляет собой точное математическое описание бизнес-процесса, т. е. описание факторов, характеризующих структуру и закономерности изменения данного экономического явления с помощью математических символов и приемов (уравнений, неравенств, таблиц, графиков и т. д.).

В модель включаются только основные (определяющие) факторы. Модель может строиться ***по функциональной или корреляционной связи***. Функциональная связь выражается уравнением вида:

*Y = f(x),*

где *Y* – показатель; x– вектор факторов.

Корреляционная связь – это вероятностная зависимость, которая проявляется лишь в общем и только при большом количестве наблюдений. Корреляционная связь выражается уравнениями регрессии различного вида. Например, однофакторные модели вида:

♦ линейного *Y = AO + A1X;*

♦ параболы *Y = AO + A1X1 + А2 Х2;*

многофакторные модели вида:

♦ линейного *Y = AO + A1 X1 +* … *+ An Хп*

♦ и др.

В экономико‑математическую модель должны включаться не все, а только основные факторы. Проверка качества моделей производится практикой. Опыт применения моделей показывает, что сложные модели со множеством параметров оказываются зачастую непригодными для практического использования.

Планирование основных финансовых показателей на основе экономико‑математического моделирования является основой для ***функционирования автоматизированной системы управления финансами.***

Например, с помощью экономико‑математического метода можно построить модель зависимости прибыли от объема выручки, которая выражается линейным уравнением вида:

*Y = AO + A1X,*

где *Y* – прибыль, руб.;

*X* – выручка, руб.;

*A*1 – коэффициент регрессии, показывающий, на сколько рублей увеличивается прибыль при увеличении выручки на 1 руб.;

*АО* – сумма прибыли, определяемая совокупным действием всех других факторов, кроме выручки, руб.

Разновидностью экономико‑математических методов является ***принцип оптимизации*** плановых решений. Сущность и содержание этого принципа сводятся к ***разработке нескольких вариантов плановых расчетов***, с тем чтобы выбрать из них наиболее оптимальный. При этом могут применяться разные критерии выбора:

♦ минимум приведенных затрат;

♦ максимум прогнозируемых финансовых результатов;

♦ минимум вложения капитала при наибольшей эффективности результата;

♦ минимум текущих затрат;

♦ максимум прироста стоимости бизнеса;

♦ минимум времени на оборот капитала, т. е. ускорение оборачиваемости средств;

♦ максимум дохода на 1 руб. вложенного капитала;

♦ максимум рентабельности капитала (или суммы прибыли на 1 руб. вложенного капитала);

♦ максимум сохранности финансовых ресурсов, т. е. минимум финансовых потерь (финансового и валютного риска).

Таким образом, при развитии финансового прогнозирования необходимо использовать современные методы экономико-математического моделирования, включая имитационные модели, привлекая для этого в корпорацию соответствующих специалистов.

### 7.4. Организация финансового планирования. Финансовая стратегия

Систематическое финансовое планирование в корпорации, как правило, ведется по трем направлениям:

♦ перспективное финансовое планирование;

♦ текущее финансовое планирование;

♦ оперативное финансовое планирование.

Все виды финансового планирования находятся во взаимосвязи и осуществляются в определенной последовательности. Исходным этапом планирования является прогнозирование основных направлений финансовой деятельности предприятия, осуществляемое в процессе перспективного планирования. На этом этапе определяются задачи и параметры текущего финансового планирования. В свою очередь, база для разработки оперативных финансовых планов формируется именно на стадии текущего финансового планирования.

Исходя из целей и задач, стоящих перед финансовым планированием на предприятии, можно отметить, что это сложный процесс, включающий в себя несколько этапов.

***На первом этапе***анализируются финансовые показатели деятельности предприятия за предыдущий период на основе важнейших финансовых документов – бухгалтерского баланса, отчета о прибылях и убытках, отчета о движении денежных средств, данных бухгалтерского и налогового учета, отчетов других подразделений. Проведенный анализ дает возможность оценить финансовые результаты деятельности корпорации и определить ***проблемы***, стоящие перед ней.

***Второй этап***– это разработка параметров по направлениям финансовой деятельности корпорации. На этом этапе составляются основные прогнозные документы, которые относятся к перспективным финансовым планам и включаются в структуру бизнес‑плана в том случае, если он разрабатывается в корпорации.

В процессе осуществления ***третьего этапа***уточняются и конкретизируются основные показатели прогнозных финансовых документов посредством составления текущих финансовых планов.

***На четвертом этапе***происходит состыковка показателей финансовых планов с производственными, коммерческими, инвестиционными, строительными и другими планами, проектами и программами, разрабатываемыми специалистами корпорации.

***Пятый этап***– это осуществление оперативного финансового планирования путем разработки оперативных финансовых планов.

***Завершается процесс*** финансового планирования на предприятии анализом и контролем за выполнением финансовых планов. Данный этап заключается в определении фактических конечных финансовых результатов деятельности предприятия, сопоставлении с запланированными показателями, ***выявлении причин отклонений*** от плановых показателей, в разработке мер по ***устранению негативных явлений***.

Каждый из рассмотренных видов финансового планирования решает свой круг задач и составляется в определенной форме (табл. 7.1).

Таблица 7.1-Формы финансовых планов



Так, ***перспективное финансовое планирование*** определяет важнейшие показатели, пропорции и темпы расширенного воспроизводства, оно является главной формой реализации целей корпорации.

Перспективное финансовое планирование в современных условиях охватывает период от 1 года до 3 (редко до 5) лет. Однако такой временной интервал носит условный характер, поскольку зависит от экономической стабильности в стране деятельности, возможности прогнозирования объемов финансовых ресурсов и направления их использования.

Перспективное планирование включает разработку ***финансовой стратегии*** предприятия и прогнозирование финансовой деятельности. Разработка финансовой стратегии представляет собой особую область финансового планирования, так как, являясь составной частью общей стратегии экономического развития предприятия, она должна согласовываться с целями и направлениями, сформулированными общей стратегией.

Вместе с тем финансовая стратегия сама оказывает значительное влияние на формирование общей стратегии экономического развития предприятия. В целом финансовая стратегия представляет собой определение долгосрочных целей финансовой деятельности предприятия и выбор наиболее эффективных способов и путей их достижения.

Процесс формирования ***финансовой стратегии*** предприятия включает в себя следующие основные этапы:

♦ определение периода реализации стратегии;

♦ анализ факторов внешней финансовой среды предприятия;

♦ формирование стратегических целей финансовой деятельности;

♦ разработка финансовой политики предприятия;

♦ разработка системы мероприятий по обеспечению реализации финансовой стратегии;

♦ оценка разработанной финансовой стратегии.

Важным моментом при разработке финансовой стратегии предприятия является определение ***периода ее реализации***. Продолжительность этого периода зависит в первую очередь от продолжительности периода формирования общей стратегии развития предприятия. Кроме этого, на него воздействуют и другие факторы, такие как:

♦ динамика макроэкономических процессов;

♦ изменения, происходящие на финансовом рынке;

♦ отраслевая принадлежность и специфика производственной деятельности предприятия.

Достаточно важное внимание в процессе формирования финансовой стратегии отводится анализу факторов внешней среды путем изучения экономико‑правовых условий финансовой деятельности предприятия; кроме этого, особое внимание отводится учету факторов риска.

***Формирование стратегических целей*** финансовой деятельности корпорации является следующим этапом стратегического планирования, главной задачей которого является ***максимизация рыночной стоимости корпорации.*** Система стратегических целей корпорации должна формироваться четко и кратко, отражая каждую из целей в конкретных показателях – нормативах. Обычно в качестве таких стратегических нормативов используются:

♦ среднегодовой темп роста собственных финансовых ресурсов, формируемых из внутренних источников;

♦ минимальная доля собственного капитала;

♦ коэффициент рентабельности собственного капитала корпорации;

♦ соотношение оборотных и внеоборотных активов корпорации и др.

На основе финансовой стратегии определяется ***финансовая политика корпорации*** по конкретным направлениям финансовой деятельности: налоговой, амортизационной, дивидендной, эмиссионной и т. п.

В результате разработки системы мероприятий, обеспечивающих реализацию финансовой стратегии, на предприятии формируются «***центры ответственности***», определяются права, обязанности и меры ответственности их руководителей за результаты реализации финансовой стратегии предприятия.

Заключительным этапом разработки финансовой стратегии предприятия является ***оценка эффективности*** разработанной стратегии, которая осуществляется по нескольким параметрам.

Во‑первых,оценивается, насколько разработанная финансовая стратегия согласовывается с общей стратегией предприятия, путем выявления степени согласованности целей, направлений и этапов реализации этих стратегий.

Во‑вторых*,* оценивается согласованность финансовой стратегии предприятия с прогнозируемыми изменениями во внешней предпринимательской среде.

В‑третьих,оценивается реализуемость разработанной финансовой стратегии, т. е. рассматриваются возможности предприятия в формировании собственных и привлечении внешних финансовых ресурсов.

В заключение оценивается результативность финансовой стратегии. Такая оценка может быть основана на прогнозных расчетах различных финансовых показателей. Прогнозирование базируется на обобщении и анализе имеющейся информации с последующим моделированием возможных вариантов развития ситуаций и финансовых показателей.

### 7.5. Оперативное финансовое планирование

В целях контроля за поступлением фактической выручки на расчетный счет и расходованием наличных финансовых ресурсов предприятию необходимо оперативное планирование, которое дополняет текущее. Это связано с тем, что финансирование плановых мероприятий должно осуществляться за счет заработанных предприятием средств, что требует эффективного контроля за формированием и использованием финансовых ресурсов. Оперативное финансовое планирование включает составление и ***исполнение платежного календаря, кассового плана и расчет потребности в краткосрочном кредите.***

В процессе составления платежного календаря решаются следующие задачи:

♦ организация временной стыковки денежных поступлений и предстоящих расходов корпорации;

♦ формирование информационной базы о движении денежных потоков;

♦ ежедневный учет изменений в информационной базе;

♦ анализ неплатежей (по суммам и источникам возникновения) и организация конкретных мероприятий по их преодолению;

♦ расчет потребности в краткосрочном кредите в случаях временной «нестыковки» денежных поступлений и обязательств и оперативное привлечение заемных средств;

♦ расчет (по суммам и срокам) временно свободных денежных средств корпорации;

♦ анализ финансового рынка с позиции наиболее надежного и выгодного размещения временно свободных денежных средств корпорации.

***Платежный календарь***составляется на квартал с разбивкой по месяцам и более мелким периодам. Для того чтобы он был реальным, его составители должны следить за ходом производства и реализации, состоянием запасов, дебиторской задолженности в целях предупреждения невыполнения финансового плана.

В платежном календаре ***притоки и оттоки денежных средств*** должны быть сбалансированы. Правильно составленный платежный календарь позволяет выявить финансовые ошибки, недостаток средств, вскрыть причину такого положения, наметить соответствующие мероприятия и, таким образом, избежать финансовых затруднений.

Информационной базой платежного календаря служат:

♦ план реализации продукции;

♦ смета затрат на производство;

♦ план капитальных вложений;

♦ выписки по счетам предприятия и приложения к ним;

♦ договора;

♦ внутренние приказы;

♦ график выплаты заработной платы;

♦ счета‑фактуры;

♦ установленные сроки платежей для финансовых обязательств.

***Процесс составления платежного календаря*** можно разделить на пять этапов:

1. выбор периода планирования; как правило, это квартал или месяц, на предприятии, где часто изменяются во времени денежные потоки, возможны и более короткие периоды планирования (декады);

2. расчет объема возможных денежных поступлений (доходов);

3. оценка денежных расходов, ожидаемых в плановом периоде;

4. определение денежного сальдо представляет собой разность между суммами поступлений и расходов за период планирования;

5. подведение итогов показывает, будет ли у предприятия недостаток средств или излишек.

Превышение планируемых расходов над ожидаемыми поступлениями означает недостаточность собственных возможностей для их покрытия и может являться признаком ухудшения финансового состояния. В этих случаях необходимо принять следующие меры:

♦ перенести часть непервоочередных расходов на следующий календарный период;

♦ ускорить по возможности отгрузку и реализацию продукции;

♦ принять меры по изысканию дополнительных источников.

Если имеется излишек денежных средств, то это в определенной степени говорит о финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия.

На многих предприятиях наряду с платежным календарем составляется налоговый календарь, в котором указывается, когда и какие налоги в соответствии с законодательством должно уплатить предприятие, что позволяет избежать просрочек и санкций. Некоторые предприятия разрабатывают платежные календари по отдельным видам движения денежных средств, например платежный календарь по расчетам с поставщиками, платежный календарь по обслуживанию долга и т. п.

Кроме платежного календаря в корпорации должен составляться ***кассовый план – план оборота наличных денежных средств,***отражающий поступление и выплаты наличных денег через кассу. Кассовый план необходим для контроля за поступлением и расходованием наличных средств.

Исходные данные для составления кассового плана:

♦ предполагаемые выплаты по фонду заработной платы в части денежных средств;

♦ информация о продаже материальных ресурсов или продукции работникам;

♦ сведения о командировочных расходах;

♦ сведения о прочих поступлениях и выплатах наличными деньгами.

Кассовый план необходим не только предприятию, но и банку, обслуживающему предприятие, чтобы составить сводный кассовый план на обслуживание своих клиентов в установленные сроки.

Таким образом, оперативные финансовые планы отличаются конкретикой и они могут оперативно корректироваться в зависимости от изменения внутренних и внешних факторов функционирования корпорации.

### 7.6. Текущее финансовое планирование (бюджетирование)

***Бюджет*** – это, другими словами, смета доходов и расходов фирмы. Составление бюджетов является неотъемлемой элементом общего процесса планирования, а не только его финансовой части. Механизм бюджетного планирования доходов и расходов целесообразно внедрять для обеспечения экономии денежных средств, большей оперативности в управлении этими средствами, снижения непроизводительных расходов и потерь, а также для повышения достоверности плановых показателей (в целях налогового планирования). Бюджеты обычно составляются на год, чаще всего с разбивкой по кварталам.

Бюджеты дают возможность корпорации определить на предстоящий период все источники финансирования ее развития, сформировать структуру доходов и затрат, обеспечить постоянную платежеспособность, а также определить структуру активов и капитала корпорации на конец планируемого периода.

Таким образом, в широком смысле бюджетирование можно понимать как ***систему тотального планирования и контроля целей, потенциала, мероприятий и ресурсов***, необходимых для их достижения. Бюджетирование является инструментом достижения более высоких результатов деятельности организации посредством повышения эффективности процессов управления. И главный смысл бюджетирования сводится к повышению финансово‑экономической эффективности и финансовой устойчивости корпорации путем ***координации усилий всех подразделений*** на достижение конечного, количественно определенного результата.

***Роль и место бюджетирования*** в общей системе финансового планирования достаточно полно характеризуются функциями системы бюджетирования:

♦ постановка плановых финансово‑экономических целей;

♦ контроль достижения плановых целей посредством своевременного сопоставления фактических и запланированных результатов;

♦ анализ причин, вызвавших отклонения, и последующая корректировка планов.

Можно выделить ***шесть основных принципов бюджетирования:***

1. ***Согласование целей*,** требующее, чтобы процесс бюджетирования начинался «снизу вверх», так как нижестоящие руководители лучше владеют ситуацией на рынке и со своей стороны обеспечат реализуемость бюджетных величин. Далее, после согласования бюджетных планов с вышестоящими руководителями, обеспечивающим соответствие целям корпорации, процесс меняет направление и реализуется по схеме «сверху вниз».

2. ***Принцип соподчиненности***, предполагающий, что каждое подразделение корпорации планирует и отвечает только за те показатели, на которые оказывает влияние.

3. ***Принцип******ответственности****,* предусматривающий передачу каждому подразделению корпорации функции контроля за исполнением своей части бюджета вместе с полномочиями осуществлять при необходимости координирующие мероприятия.

4. ***Принцип******постоянства целей*,** предполагающий, что установленные базовые величины принципиально не меняются в течение планируемого периода.

5. ***Принцип******последовательности*,** который предполагает, что бюджет формируется в соответствии с учетной политикой корпорации, применяемой последовательно от одного отчетного периода к другому.

6. ***Принцип******соответствия финансовому (бухгалтерскому) учету***, предусматривающий формирование бюджетных таблиц таким образом, чтобы прогнозные данные были идентичны сведениям, находящим отражение в бухгалтерских проводках, что позволит не только значительно облегчить процесс составления бюджета, но и достаточно оперативно осуществлять анализ его выполнения, не создавая при этом дополнительных информационных потоков.

Бюджеты могут иметь множество видов и форм. В отличие от формализованных отчета о прибылях и убытках или бухгалтерского баланса, бюджет не имеет стандартизированной формы, которая должна строго соблюдаться. Структура бюджета зависит от того, что является предметом бюджета, от размера корпорации, от степени интеграции бюджета с финансовой структурой корпорации, от квалификации и опыта разработчиков и т. д.

## Бюджеты составляются как для структурных подразделений, так и для компании в целом. Бюджеты подразделений сводятся в единый бюджет предприятия, называемый основным или головным. Процесс формирования основного бюджета представлен на рис. 7.1.

Выделяют две составных части бюджетирования, каждая из которых является законченным этапом планирования:

1. система операционных бюджетов;

2. система финансовых бюджетов.

Перечень операционных бюджетов, как правило, исчерпывается следующим списком:

♦ бюджет продаж;

♦ бюджет производства;

♦ бюджет производственных запасов;

♦ бюджет прямых затрат на материалы;

♦ бюджет производственных накладных расходов;

♦ бюджет прямых затрат на оплату труда;

♦ бюджет коммерческих расходов;

♦ бюджет управленческих расходов;

♦ прогнозный отчет о прибыли.

## 

## Рисунок 7.1- Процесс формирования основного бюджета

Результатом текущего финансового плана является разработка трех основных документов:

♦ бюджета движения денежных средств;

♦ бюджета доходов и расходов;

♦ плана бухгалтерского баланса.

Основной целью построения этих документов является оценка финансового положения предприятия на конец планируемого периода. Текущий финансовый план составляется на период, равный одному году, с разбивкой по кварталам, так как такая периодизация соответствует законодательным требованиям к отчетности.

Для составления финансовых документов в процессе осуществления текущего финансового планирования важно правильно определить объем будущих продаж (объем реализованной продукции). Это необходимо для организации производственного процесса, эффективного распределения средств. Как правило, прогнозы объемов продаж составляются на три года, годовой прогноз разбивается на кварталы и месяцы, при этом чем короче период прогноза, тем точнее и конкретнее содержащаяся в нем информация.

Текущие финансовые планы предприятия разрабатываются на основе данных, которые характеризуют:

♦ финансовую стратегию предприятия;

♦ результаты финансового анализа за предшествующий период;

♦ планируемые объемы производства и реализации продукции, а также другие экономические показатели операционной деятельности предприятия;

♦ систему разработанных на предприятии норм и нормативов затрат отдельных ресурсов;

♦ действующую систему налогообложения;

♦ действующую систему норм амортизационных отчислений;

♦ средние ставки кредитного и депозитного процентов на финансовом рынке и т. п.

Процесс бюджетирования начинается с составления бюджета продаж.

***Бюджет продаж***– операционный бюджет, содержащий информацию о запланированном объеме продаж, цене и ожидаемом доходе от реализации каждого вида продукции. Качество составления бюджета продаж непосредственным образом влияет на процесс бюджетирования и успешную работу компании.

На объем реализации продукции влияют следующие факторы:

♦ макроэкономические показатели текущего и перспективного состояния страны (средний уровень заработной платы, темп роста производства продукции по отраслям, уровень безработицы и т. д.);

♦ долгосрочные тенденции продаж для различных товаров;

♦ ценовая политика, качество продукции, сервис;

♦ конкуренция;

♦ сезонные колебания;

♦ объем продаж предшествующих периодов;

♦ производственные мощности корпорации;

♦ относительная прибыльность продукции;

♦ масштаб рекламной кампании.

Вся реализованная покупателям продукция может быть оплачена следующими видами платежей: предоплата, оплата по факту получения продукции и продажа товара в кредит, т. е. с временной отсрочкой платежа. В целом к бюджету продаж предъявляются следующие требования:

♦ бюджет должен отражать по крайней мере месячный или квартальный объем продаж в натуральных и стоимостных показателях;

♦ бюджет составляется с учетом спроса на продукцию, географии продаж, категорий покупателей, сезонных факторов;

♦ бюджет включает в себя ожидаемый денежный поток от продаж, который в дальнейшем будет входить в доходную часть бюджета потоков денежных средств;

♦ в процессе прогноза денежных потоков от продаж необходимо учитывать коэффициенты инкассации, которые показывают, какая часть продукции оплачена в месяц отгрузки, в следующий месяц, безнадежный долг.

Одновременно с бюджетом продаж целесообразно составлять бюджет коммерческих расходов. Во‑первых, бюджет коммерческих расходов непосредственно связан с бюджетом продаж; во‑вторых, коммерческие расходы планируются теми же подразделениями.

***Бюджет производства***– это производственная программа, которая определяет запланированные номенклатуру и объем производства в бюджетном периоде (в натуральных показателях). Он опирается на бюджет продаж, учитывает производственные мощности, увеличение или уменьшение запасов, а также величину внешних закупок. Для расчета объема товаров, которые должны быть произведены, используется следующая универсальная формула:

Остаток готовой продукции на начало периода + планируемый объем производства продукции = планируемый объем продаж + Остаток готовой продукции на конец периода.

Необходимый объем выпуска продукции определяется, таким образом, как планируемый объем продаж плюс желаемый запас продукции на конец периода минус запасы готовой продукции на начало периода. Сложным моментом является определение оптимального запаса продукции на конец периода. С одной стороны, большой запас продукции поможет отреагировать на непредвиденные скачки спроса и перебои с поставкой сырья, с другой – деньги, вложенные в запасы, не приносят дохода.

Как правило, запас готовой продукции на конец периода выражают в процентах относительно продаж следующего периода. Эта величина должна учитывать погрешность прогноза объема продаж и историю отношений с покупателями.

Одновременно с бюджетом производства следует составлять ***бюджет производственных запасов.***Он должен отражать планируемые уровни запасов сырья, материалов и готовой продукции. Бюджет подготавливается в стоимостном выражении и призван количественно представить опасения снабженцев предприятия относительно перебоев в поставках сырья, неточности прогноза продаж и др. Информация бюджета производственных запасов используется также при составлении прогнозного баланса и отчета о прибылях и убытках.

***Бюджет прямых затрат на материалы***– это количественное выражение планов относительно прямых затрат компании на использование и приобретение основных видов сырья и материалов.

Методика составления исходит из следующего:

♦ все затраты подразделяются на прямые и косвенные;

♦ прямые затраты на сырье и материалы – затраты на сырье и материалы, из которых производится конечный продукт;

♦ бюджет прямых затрат на материалы составляется на основе производственного бюджета и бюджета продаж;

♦ объем закупок сырья и материалов рассчитывается как объем использования плюс запасы на конец периода и минус запасы на начало периода;

♦ бюджет прямых затрат на материалы составляется с учетом сроков и порядка погашения кредиторской задолженности на материалы.

В дополнение к бюджету прямых затрат на материалы составляют график оплаты приобретенных материалов.

***Бюджет прямых затрат на оплату труда***– это количественное выражение планов относительно затрат компании на оплату труда основного производственного персонала.

При подготовке бюджета прямых затрат на оплату труда учитывают следующее:

♦ он составляется исходя из бюджета производства, данных о производительности труда и ставок оплаты труда основного производственного персонала;

♦ в бюджете прямых затрат на оплату труда выделяют фиксированную и сдельную часть оплаты труда.

Если на предприятии накопилась задолженность по оплате труда или предприятие подозревает, что не сможет выплачивать заработную плату в установленные сроки, то дополнительно к бюджету прямых затрат на оплату труда составляется график погашения задолженности по заработной плате. Этот график составляется по тому же принципу, что и график оплаты приобретенных сырья и материалов.

***Бюджет производственных накладных затрат***– это количественное выражение планов относительно всех затрат компании, связанных с производством продукции, за исключением прямых затрат на материалы и оплату труда.

Производственные накладные расходы включают в себя постоянную и переменную части. Постоянная часть (амортизация, текущий ремонт и т. д.) планируется в зависимости от реальных потребностей производства, а переменная часть использует подход, основанный на нормативах. Под нормативом понимается сумма затрат на единицу базового показателя. Для оценки нормативов затрат используют различные базовые показатели. Расчет нормативов производится на основе данных предшествующих периодов с возможными корректировками на инфляцию и некоторые конъюнктурные факторы.

***Бюджет управленческих расходов***– это плановый документ, в котором приведены расходы на мероприятия, непосредственно не связанные с производством и сбытом продукции.

Большинство управленческих расходов носит постоянный характер, переменная часть планируется с помощью норматива, в котором роль базового показателя, как правило, играет объем проданных товаров (в натуральном или денежном выражении).

### *Система финансовых бюджетов*

Данная система бюджетов охватывает весь денежный оборот предприятия. Сводный бюджет предприятия равен сумме бюджетов структурных подразделений, налогового и кредитного бюджетов. Дирекции корпорации целесообразно добиваться более активного участия всех структурных подразделений в подготовке бизнес‑плана и консолидированного бюджета. При составлении бюджетов структурных подразделений и служб корпорации необходимо руководствоваться принципом декомпозиции. Он заключается в том, что каждый бюджет более низкого уровня является детализацией бюджета более высокого уровня, т. е. бюджеты цехов и отделов входят в сводный (консолидированный) бюджет корпорации. Оптимальным считается такой бюджет, в котором доходный раздел равен расходной части. При дефиците сводного бюджета возникает необходимость его корректировки посредством увеличения доходов или снижения расходов.

Для составления финансовых планов используются следующие информационные источники:

1. результаты анализа бухгалтерской отчетности (ф. № 1, 2, 4, 5) и выполнения финансовых планов за предшествующий период (месяц, квартал, год);

2. договоры (контракты), заключаемые с потребителями продукции и поставщиками материальных ресурсов;

3. прогнозные расчеты по реализации продукции потребителями или планы сбыта ее исходя из заказов, прогнозов спроса на нее, уровня продажных цен и других условий рыночной конъюнктуры, включая поставку продукции за наличные деньги и в порядке бартерного обмена. На основе показателей сбыта рассчитывается объем производства, затраты на выпуск продукции, прибыль, рентабельность и иные показатели;

4. экономические нормативы, утверждаемые законодательными актами (налоговые ставки, тарифы отчислений в государственные социальные фонды, нормы амортизационных отчислений, учетная ставка банковского процента, минимальная месячная оплата труда и т. д.);

5. утвержденная учетная политика.

Разработанные на основе этих данных финансовые планы служат руководством (ориентиром) для финансирования текущих финансово-эксплуатационных потребностей, инвестиционных программ и проектов.

***Расходы сводного бюджета*** планируются на основании следующих исходных данных:

♦ плана‑графика налоговых выплат;

♦ бюджета фонда оплаты труда;

♦ плана‑графика платежей во внебюджетные фонды;

♦ бюджета материальных затрат в расчете на планируемую производственную программу;

♦ бюджета электроэнергии;

♦ плана‑графика погашения кредитов;

♦ бюджета прочих расходов.

***Прогноз отчета о прибылях и убытках***– это форма финансовой отчетности, составленная до начала планового периода, которая отражает результаты планируемой деятельности. Прогнозный отчет о прибылях и убытках составляется для того, чтобы определить и учесть выплату налога на прибыль в оттоке денежных средств в бюджете денежных средств. Он составляется на основе данных, содержащихся в бюджетах продаж, себестоимости реализованной продукции и текущих расходов. При этом добавляется информация о прочих прибылях, прочих расходах и величине налога на прибыль.

Плановый отчет о прибылях и убытках содержит в сжатой форме прогноз всех прибыльных операций предприятия и тем самым позволяет менеджерам проследить влияние индивидуальных смет на годовую смету прибылей. Если сметная чистая прибыль необычно мала по сравнению с объемом продаж или собственным капиталом, необходимы дополнительный анализ всех составляющих сметы и ее пересмотр.

Следующим шагом, одним из самых важных и сложных шагов в бюджетировании, является составление бюджета денежных средств.

***Бюджет денежных средств***– это плановый документ, отражающий будущие платежи и поступление денег. Приход классифицируется по источнику поступления средств, а расход – по направлениям использования. Ожидаемое сальдо денежных средств на конец периода сравнивается с минимальной суммой денежных средств, которая должна постоянно поддерживаться (размеры минимальной суммы определяются менеджерами предприятия). Разность представляет собой либо неизрасходованный излишек денег, либо недостаток денежных средств.

Минимальная денежная сумма представляет собой своего рода буфер, который позволяет спасти положение при ошибках в управлении движением наличных средств и в случае непредвиденных обстоятельств. Эта минимальная сумма денежных средств не является фиксированной. Как правило, она будет несколько больше в течение периодов высокой деловой активности, чем во время спада. Кроме того, для повышения эффективности управления денежными средствами значительная часть указанной суммы может находиться на депозитных счетах.

Бюджет денежных средств составляют отдельно по трем видам деятельности: основной, инвестиционной и финансовой. Такое разделение очень удобно и наглядно представляет денежные потоки.

Данные по бюджету продаж, различным бюджетам производственных и текущих расходов, а также по бюджету капитальных затрат отражаются в бюджете денежных средств. Во внимание также должны быть приняты выплаты дивидендов, планы финансирования за счет собственных средств или долгосрочных кредитов, а также другие проекты, требующие денежных расходов.

На заключительном этапе процесса бюджетирования составляется прогнозный баланс.

***Прогнозный баланс*** *–* это форма финансовой отчетности, которая содержит информацию о будущем состоянии корпорации на конец прогнозируемого периода.

Прогнозный баланс помогает вскрыть отдельные неблагоприятные финансовые проблемы, решением которых руководство заниматься не планировало (например, снижение ликвидности). Прогнозный баланс позволяет выполнять расчеты различных финансовых показателей. Наконец, прогнозный баланс служит в качестве контроля всех остальных бюджетов на предстоящий период – действительно, если все бюджеты составлены методически правильно, баланс должен «сойтись», т. е. сумма активов должна равняться сумме обязательств корпорации и ее собственного капитала.

Таким образом, современное внутрикорпоративное планирование и управление, основанное на системе бюджетирования, представляет собой целенаправленные, последовательные, а также ограниченные определенными принципами действия, позволяющие разрабатывать сбалансированные и оптимальные бюджеты.

### 7.7. Методика составления бюджета движения денежных средств

Важнейшим документом по управлению текущим денежным оборотом предприятия является ***план движения денежных средств на счетах в банках и кассе (бюджет движения денежных средств БДДС).***Он разрабатывается на предстоящий год разбивкой по кварталам и месяцам. С помощью этого документа обеспечивается оперативное финансирование всех хозяйственных операций корпорации. На основе БДДС корпорация прогнозирует выполнение своих расчетных обязательств перед государством, кредиторами и партнерами, фиксирует происходящие изменения в платежеспособности. Данный документ позволяет планировать поступление собственных средств, а также привлечение в необходимых случаях банковского или коммерческого кредита.

Изменение денежных средств за период определяется денежными потоками, представляющими собой, с одной стороны, поступления от покупателей и заказчиков, прочие поступления и, с другой стороны, платежи поставщикам, работникам, бюджету, органам социального страхования и обеспечения и т. д.. В целом, между поступлениями денежных средств, объемом реализации и изменением остатков дебиторской задолженности существует следующая зависимость:

сумма поступлений = сумма реализации + дебиторская задолженность на начало периода – дебиторская задолженность на конец периода.

Для того чтобы установить сумму денежных поступлений, необходимо определить величину дебиторской задолженности по состоянию на конец прогнозируемого периода методом сроков оборачиваемости:

*Dc* = (AR×*T)/S,*

где *Dc* – срок погашения дебиторской задолженности (срок оборачиваемости); *AR* – средние остатки дебиторской задолженности; *T* – длительность анализируемого периода (в нашем случае 360 дней); *S* – выручка от реализации продукции.

Если ожидается, что в предстоящем периоде характер расчетов с покупателями не изменится, можно воспользоваться рассчитанным ранее значением длительности погашения дебиторской задолженности. Тогда средние остатки дебиторской задолженности в прогнозируемом периоде можно рассчитать по формуле:

*AR* = *(Dc*×S)/T.

Более точный расчет предполагает, что в числителе должна стоять выручка, получаемая на условиях последующей оплаты. Поскольку прогнозировать данное соотношение на перспективу достаточно сложно, в числителе можно использовать общую прогнозируемую величину выручки.

Существует иной способ планирования денежных поступлений, основанный на составлении графика погашения задолженности покупателей. Так, если по результатам анализа состава дебиторской задолженности и характера ее движения известно, что в среднем 40 % задолженности погашается в квартале ее возникновения, 30 % – в следующем квартале, 20 % – в третьем квартале, а 10 % обязательств остаются неоплаченными, можно составить график ожидаемых поступлений. Прогнозирование прочих поступлений, как правило, бывает затруднено вследствие их эпизодического характера (штрафы, пени, неустойки к получению и т. д.).

К числу статей, по которым наблюдается наибольший отток денежных средств, относятся расчеты с поставщиками.

Сумма платежей = начальное сальдо + увеличение задолженности – конечное сальдо.

Увеличение задолженности поставщикам определяется объемом поступлений материальных ценностей, следовательно:

увеличение задолженности = фактическая себестоимость заготовления материалов + НДС.

Для определения необходимого объема закупок можно воспользоваться следующей зависимостью:

поступление материальных ценностей = потребление + конечные запасы – начальные запасы.

Другой вариант расчета ожидаемой величины себестоимости израсходованных в производстве материалов связан с использованием данных о сложившихся процентных соотношениях в структуре издержек.

Запасы на конец предстоящего периода определяются на основании сведений о длительности оборота производственных запасов:

ds = (St×*T)/M,*

где *ds* – срок оборачиваемости материальных запасов;

*St* – средние остатки сырья и материалов в периоде;

*М* – материальные затраты в себестоимости;

*Т* – длительность планируемого периода.

Теперь определим кредиторскую задолженность на конец периода *(df).*

*df* = *(АР×T)/P,*

где *АР* – средние остатки кредиторской задолженности в планируемом периоде;

*Т* – длительность планируемого периода;

*Р* – сумма платежей поставщикам.

*АРе* = (df×*P×*2)/T – *AРb*,

где *АРе* – кредиторская задолженность на конец планируемого периода;

*AРb* – кредиторская задолженность на начало планируемого периода.

Примерный бюджет движения денежных средств на плановый период представлен в таблице 7.2.

В настоящее время целесообразно помимо обобщающего регистра движения денежных средств иметь регистры по управлению дебиторской и кредиторской задолженностью, а также банковскими кредитами.

Составление сводного бюджета предприятия, а также прогнозирование ставки банковского процента и платежеспособности клиентов корпорации позволяют определить объем прибыли, необходимый для обеспечения платежеспособности корпорации. В качестве источника данных для реализации указанных мероприятий рекомендуется использовать информационные носители (динамические регистры) по движению денежных средств. В динамический целесообразно включать следующие показатели, раскрывающие динамику высоколиквидных средств предприятия:

♦ поступления средств на счет предприятия в текущем году за отгруженные товары и оказанные услуги в прошлом году;

♦ поступление оплаты за отгруженные товары и оказанные услуги в текущем году;

♦ динамика доходов от фондовой деятельности (управление фондовым портфелем, доходы от новых эмиссий акций);

♦ расходование выручки от продаж по основным направлениям: закупка сырья и материалов, оплата труда, постоянные расходы и другие текущие потребности предприятия;

♦ выплата процентов по кредитам;

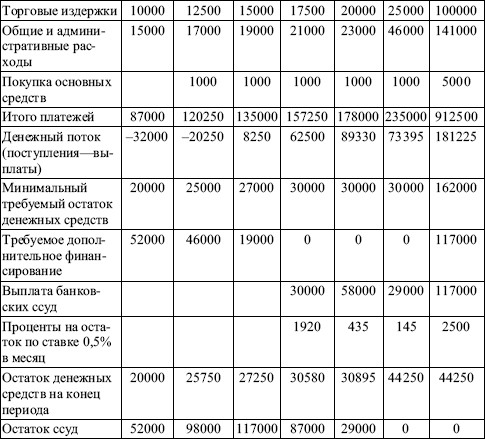
♦ выплата дивидендов;

♦ инвестиционные расходы;

♦ величина свободных средств предприятия (или величина их дефицита).

Таблица 7.2 .

Бюджет движения денежных средств на плановый период



Таким образом, оперативное управление финансами корпорации рекомендуется строить на сочетании сводного бюджета с набором динамических регистров, используемых для каждой задачи оперативного управления финансами.

**7.8. Принципы корпоративного финансового контроля**

Контроль является составной частью управления корпорацией. Любое общество не может нормально функционировать и развиваться без четко организованной системы контроля.

В широком смысле контроль – это процесс, обеспечивающий соответствие функционирования управляемого объекта принятым управленческим решениям и направленный на успешное достижение поставленных целей. ***Основная цель контроля*** состоит в том, чтобы объективно изучить фактическое положение дел в корпорации, выявить те факторы и условия, которые отрицательно сказываются на выполнении принятых решений и достижении поставленных целей.

***Назначение финансового контроля*** заключается в содействии успешной реализации финансовой политики корпорации, обеспечении процесса формирования и эффективного использования финансовых ресурсов. Финансовый контроль является формой реализации контрольной функции финансов.

По определению, финансовый контроль - это совокупность действий и операций по проверке финансовых и связанных с ними вопросов деятельности субъектов хозяйствования и управления с применением специфических форм и методов его организации.

Финансовый контроль является одним из функциональных элементов управления финансами. Он тесно связан и осуществляется одновременно с другими элементами управления, такими, как финансовое планирование, оперативное управление финансами. Посредством финансового контроля проверяется выполнение финансовых планов, организация финансово-хозяйственной деятельности. С другой стороны, результаты финансового контроля используются в финансовом планировании, в оперативном управлении.

Результатами финансового контроля является выявление различных фактов экономической жизни (как правило, отрицательных) и количественных показателей, например: замедление реализации некоторых видов товаров, необоснованное занижение/завышение цен, принятие к реализации неэффективных проектов, ошибки в финансовом планировании и т.д.. Эти факты свидетельствуют об отклонениях от цели.

Количественные показатели представлены, например, данными о суммах доначисленных налогов, о величине завышения финансирования или недостаточного финансирования проектов. Непосредственным предметом проверок выступают такие финансовые (стоимостные) показатели, как прибыль, доходы, налог на добавленную стоимость, рентабельность, себестоимость, издержки обращения, отчисления на различные цели и в фонды. Эти показатели имеют синтетический характер, поэтому контроль за их выполнением, динамикой, тенденциями охватывает все стороны производственной, хозяйственной и коммерческой деятельности корпораций, а также механизм финансово-кредитных взаимосвязей.

Эти данные наряду с показателями бухгалтерской, статистической отчетности образуют базы финансовой информации. Собранная информация анализируется и используется в прогнозировании, планировании, оперативном управлении финансами. Она позволяет определить источники и размеры реального увеличения финансовых ресурсов, направления их более эффективного использования.

Финансовый контроль выступает как ***механизм обратной связи*** в цепочке от постановки целей и задач финансовой политики до получения практических результатов развития корпорации. Полученные в ходе финансового контроля цифры и факты, их анализ являются основанием для изменения ***концепции финансовой политики***, для разработки новых прогнозов, планов, перегруппировки финансовых ресурсов, изменения форм финансовых отношений. А вновь созданные планы, формы и методы реализации финансовых отношений опять нуждаются в контроле.

Финансовый контроль в зависимости от целей, задач и функционального назначения подразделяется на ***государственный, внутрихозяйственный и независимый (аудиторский)*** контроль. В свою очередь государственный финансовый контроль подразделяется на ***общегосударственный* и *ведомственный*.**

Общегосударственный финансовый контроль применяется в отношении любого объекта контроля независимо от подчиненности и формы собственности

Ведомственный финансовый контроль подразделяется на внутриведомственный и внутрихозяйственный.

Независимый финансовый контроль осуществляют специализированные аудиторские фирмы и службы. Контрольные и консультационные услуги аудиторские фирмы оказывают всем предприятиям и организациям на платной основе. Аудиторские фирмы являются независимыми организациями, призванными способствовать повышению качества контроля, его объективности.

В зависимости от времени осуществления финансовый контроль подразделяется на предварительный, текущий и последующий.

***Предварительный контроль*** проводится до совершения хозяйственно-финансовых операций; ***текущий контроль*** осуществляется в процессе осуществления финансовых и хозяйственных операций; ***последующий контроль*** осуществляется после совершения указанных операций и призван выявить те нарушения, которые не были установлены во время предварительного и текущего контроля.

***Основным методом*** осуществления предварительного и текущего контроля являются визуальные проверки. Такие проверки актами, справками не оформляются. Все дело сводится к отдаче распоряжения, приказа в письменной или устной форме о недопущении или приостановлении незаконной хозяйственно-финансовой операции.

Последующий контроль осуществляется несколькими методами. К ним относятся: проверка, экономический анализ, ревизия. Проверка может быть счетной или тематической.

***Счетная проверка*** – это проверка достоверности бухгалтерских отчетов, балансов, налоговых расчетов.

***Тематическая проверка*** – это изучение отдельных сторон участков хозяйственно-финансовой работы подконтрольного объекта, например, проверка правильности удержаний из заработной платы; проверка правильности отнесения затрат на себестоимость продукции и т.д.

***Экономический анализ*** – это оценка финансово-хозяйственной деятельности объекта, выявление причин тех или иных результатов деятельности и на этой основе обоснование путей и факторов улучшения экономического положения. Экономический анализ осуществляется как самими предприятиями, организациями, учреждениями, так и внешними органами контроля – банками, финансовыми, аудиторским фирмами.

***Ревизия*** – это комплексный метод последующего контроля. Она представляет собой детальное изучение, глубокую проверку, анализ всех сторон и участков финансово-хозяйственной деятельности.

Органы государственного финансового контроля свою работу проводят по планам. Планы составляются с учетом установленной по закону периодичности проверок и ревизий. В планах намечаются объекты контроля, тема проверки или ревизии, срок начала и окончания, количество исполнителей и их состав и т.д. Органы аудита свою работу проводят на основе договора.

В зависимости от порядка назначения ревизии и проверки подразделяются на ***плановые* и *внеплановые*.** В зависимости от круга охватываемых вопросов и операций ревизии и проверки могут быть ***полными и частичными.***

По методу изучения документов ревизии и проверки подразделяются на ***сплошные* и *выборочные*.**

По организационным формам ревизии и проверки могут быть: ***индивидуальными*,** т.е. осуществляемые одним проверяющим**; *бригадными*,** т.е. осуществляемые несколькими проверяющими, один из которых является бригадиром; ***комплексными,*** т.е. бригадные ревизии с привлечением специалистов: инженеров, бухгалтеров, и др.

Весь процесс проведения ревизии или проверки состоит из ***нескольких этапов:*** предъявление полномочий; проведение организационного совещания с ответственными работниками подконтрольного объекта; личное ознакомление с подконтрольным объектам, технологией его деятельности; предварительный анализ его деятельности; непосредственная документальная ревизия или проверка; систематизация материалов ревизии или проверки; составление акта или справки; реализация материалов ревизии или проверки; проверка устранения выявленных недостатков.

Осуществляя ревизию или проверку, важно правильно выбрать метод изучения документов. Различают хронологический и систематизированный метод просмотра документов.

***Хронологический метод* –** это изучение документов без их предварительной группировки в той последовательности, в какой они совершались. Такой метод приемлем при изучении документов небольших объектов контроля и совершенно не пригоден на крупных объектах, так как не позволяет охватить вниманием все хозяйственно-финансовые операции. Поэтому, осуществляя ревизию или проверку на крупных объектах, документы изучают по определенной системе, т.е. по отдельным операциям: например проверяются все документы, связанные с получение денег в кассу и выплатой их, или проверяются все документы, связанные с получением и списанием каких либо материалов и т.п. Такой метод изучения документа называется ***систематизированным*.**

Для того чтобы выявить нарушения в финансово-хозяйственной деятельности имеется несколько методов установления достоверности и правильности операций: формальный; фактической проверки; встречной проверки; корреспондирующий; аналитически-нормативный; метод изучения законности финансово-хозяйственных операций.

***Формальный метод*** заключается в контроле за правильностью оформления документа (соблюдена ли установленная форма; наличие подписей и их достоверность; наличие печатей, штампов; заполнены все реквизиты; наличие исправлений, подчисток; правильность итогов и т.п.).

***Метод фактической проверки*** состоит в проведении инвентаризации материальных ценностей и денежных средств с целью установления их сохранности.

***Аналитически-информативный метод*** состоит в химико-технологическом анализе выпускаемой продукции; в контроле выпускаемой продукции; в контрольных замерах; в проверке фактически выполненных работ, затраченного времени; в проверке соблюдения установленных форм и нормативов и т.д.

***Метод встречной проверки*** представляет собой установление достоверности той или иной финансово-хозяйственной операции, отраженной на проверяемом объекте, через его партнеров, клиентов, участвующих в совершении этой операции. Цель такой проверки – убедиться, что значащаяся в документах финансово-хозяйственная операция действительно имела место.

***Корреспондирующий метод*** представляет собой сопоставление одной и той же операции, отраженной в различных документах и различных подразделениях подконтрольного объекта по частям или полностью. Если в результате такого сопоставления не получается одна и та же цифра, значит в документах скрыта незаконная операция, хищение, приписка и т.п.

***Метод изучение законности финансово-хозяйственной операции*** состоит в установлении соответствия произведенной операции действующим законом, инструкциям, приказам, распоряжениям. Дело в том, что нередко финансово-хозяйственная операция после применения всех предыдущих методов проверки может выглядеть достоверной и правильной, в то время как она просто незаконная.

Результативность ревизии или проверки в значительной степени зависит от качества составленного акта. Составление акта начинается задолго до написания самого текста. Обилие и разнообразие вопросов, с которыми проверяющий сталкивается в процессе своей работы, обязывает его с самого начала ревизии (проверки) подбирать и систематизировать материал в соответствии с разделами и вопросами программы и рабочего плана.

На основе систематизированного материала составляется акт. ***Акт ревизии*** (справка) – это не просто перечень допущенных нарушений финансово-хозяйственной деятельности, это документ, который должен послужить основанием для правильных выводов о качестве, законности, целесообразности работы проверяемого объекта и на базе этого для выработки реальных предложений, рекомендаций, предписаний в целях устранения выявленных нарушений, принятия мер к виновным лицам.

После написания акта его содержание необходимо согласовать с лицами, которые его будут подписывать. После согласования, уточнения, дополнительной проверки фактов, по которым имеются возражения, текст акта перепечатывается и подписывается проверяющим, руководителем и главным бухгалтером ревизируемого объекта. Один экземпляр акта выдается руководителю проверяемого объекта под расписку на первом экземпляре.

После подписания акта начинается реализация материалов ревизии и проверки. Она состоит в принятии конкретных мер по устранению выявленных недостатков. В тех случаях, когда ревизией (проверкой) выявлены серьезные нарушения, влекущие за собой судебную ответственность, материалы передаются следственным органам. Ревизия (проверка) считается окончательно завершенной только после того, когда все выявленные нарушения устранены и виновные наказаны.

Таким образом, финансовый контроль является неотъемлемым функционалом управления корпоративными финансами и должен осуществляться на системной комплексной основе.

**7.9. Особенности финансового планирования и управления в публичных акционерных обществах (ПАО)**

Согласно федеральному закону № 99 от 05.05.14 на смену ОАО пришли публичные акционерные общества (ПАО). По сути ПАО является полным аналогом открытого акционерного общества — теперь это более уточняющая форма организации деятельности, указывающая степень публичности.

Разные ПАО (Публичные акционерные общества) могут отличаться:

1. Выбором деятельности.
2. Количеством акционеров.
3. Организацией управления.

Во всех остальных случаях у всех ПАО есть сходные черты. Признаки, характеризующие публичное акционерное общество, довольно специфичны, их невозможно спутать с другими формами организации деятельности. **Первое, чем отличается ПАО от**[ООО](http://uriston.com/kommercheskoe-pravo/yuridicheskie-litsa/vidy-subektov/ooo.html)**,**[ИП](http://uriston.com/kommercheskoe-pravo/registratsiya/ip/v-fns-poshagovo.html)**и нескольких других форм организации деятельности — это наличие акций.** В то же время, [непубличное акционерное общество](http://uriston.com/kommercheskoe-pravo/yuridicheskie-litsa/vidy-subektov/nepublichnoe-aktsionernoe-obshhestvo.html) (НПАО) их тоже имеет, но и здесь ПАО имеет свои особенности. Два характерных признака ПАО: свободная продажа акций и неограниченное количество акционеров.

Для публичного акционерного общества установлены ***минимальные значения уставного капитала*** в размере 100 000 рублей (у НПАО -10 000рублей). Также допустимы имущественные взносы — их стоимость назначает независимый оценщик. Согласно изменениям от 2014 года теперь 3/4 уставного капитала необходимо внести до регистрации ПАО. Остальная часть вносится в течение года.

Имеет публичное акционерное общество (ПАО) также свои плюсы и минусы. Недостатками такой формы является ***ответственность по обязательствам личным имуществом*** по долгам акционерного общества и ***необходимость ежегодного внешнего аудита*** деятельности. Важно знать, что личная ответственность напрямую зависит от объема пакета акций.

Плюсов у такой формы организации значительно больше — по факту любой акционер является совладельцем бизнеса. Любой человек может стать членом ПАО с малыми вложениями, не имея при этом никаких предпринимательских навыков. Высшим органом управления является общее собрание акционеров. В ПАО их собрания теперь вынуждены посещать регистраторы или нотариусы. В зависимости от вида деятельности, величины компании и наличия дочерних предприятий возможна различная структура органов управления.

Основа управленческой структуры выглядит так:

* Общее собрание акционеров
* Наблюдательный совет (директора)
* Генеральный директор
* Исполнительная дирекция
* Ревизионная комиссия.

Количество членов коллегиального органа управления не может быть менее пяти участников.  Также в составе органов управления ***возможно участие юридических лиц***. В документах ПАО и его фирменном названии законодательно закреплена необходимость указания публичности организации. Главным учредительным документом ПАО является ***устав организации***, определяющий полное и сокращенное названия компании, права акционеров, размеры уставного капитала, структуру управления и многое другое.

Раньше для участников акционерного общества была доступна возможность преимущественного приобретения акций лицами, уже являющимися их держателями. Публичные акционерные общества теперь руководствуются только федеральными законами, сейчас они не могут предусматривать такие особенности покупки в своих уставах. Это дает возможность любому желающему приобрести акции без оглядки на действующих акционеров.

**Акционеры ПАО имеют те же права, что и участники открытых акционерных обществ.** Это не зависит от размера пакета акций. Они могут:

* Получать дивиденды
* Изучать ряд документов
* Входить в число органов управления
* Распоряжаться собственными акциями
* Участвовать в общем собрании акционеров
* В случае ликвидации ПАО претендовать на часть имущества.

В процессе развития ПАО в России продолжаются глубокие интеграционные процессы. Внутренняя структура корпораций становится все более разветвленной, увеличивается количество бизнес-процессов, расширяется вхождение в ПАО юридических лиц. Фактически мы наблюдаем тенденцию формирования холдингов, в которых присутствует материнская компания и множество дочерних. Параллельно с этим увеличивается объем и усложняются задачи управления данной корпорацией. По сути, возникает целый единый комплекс нескольких крупных предприятий.

Следует отметить, что это тенденция не только российская, но и международная. Самыми крупными холдингами в мире являются такие современные ПАО, как Apple, Exxon Mobil, Google, General Electric, Wal-Mart Stores. Johnson & Johnson. Общая рыночная капитализация 500 крупнейших мировых корпораций за 2018 год составила более 35 трил. долл.

Холдинговая структура ПАО по своей экономической природе включает ***основную компанию (финансовый центр),*** которая распределяет полномочия в менеджменте ***дочерних компаний*** и определяет путь развития для этих компаний. Это происходит за счет владения контрольными пакетами акций или активами в дочерних компаниях. Также материнская компания с помощью определенной модели управляет финансами входящих в холдинг компаний.

***Управление финансами в холдинге*** подразумевает формы влияния на экономические отношения компаний, входящих в холдинг, связанные с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов, посредством построения системы финансовых отношений в холдинге. Финансовые отношения в холдинге строятся с учетом распределения функций и обязанностей по управлению между материнскими и дочерними компаниями. Эти функции включают в себя: стратегическое финансовое планирование для ПАО в целом, разработка и утверждение стратегических планов для каждого члена ПАО, разработка долгосрочных финансовых планов, текущее и оперативное планирование, формирование финансовой политики, в том числе, налоговой, кредитной и инвестиционной политики ПАО, определение принципов ценообразования; организация системы бюджетирования, разработка и реализация инвестиционных проектов, оптимизация денежных потоков, направления расходования прибыли, контроль за финансовой деятельностью членов ПАО. При этом сложность организационной структуры порождает повышенную сложность и в управлении корпоративными финансами.

Показатели бухгалтерской отчетности служат основной информационной базой для финансового планирования, выявления внутренних резервов для повышения эффективности его работы. Правильно и своевременно составленная отчетность способствует поискам путей снижения себестоимости, укрепления финансового состояния, своевременному взысканию дебиторской и погашению кредиторской задолженности.

Важным источником информации для финансового планирования в ПАО является оперативная отчетность. Она составляется по данным управленческого учета и содержит сведения по основным показателям структурных подразделений за определенные промежутки времени - сутки, неделю, декаду и т.д. Оперативная отчетность выполняет также контрольную функцию в финансовом планировании, поскольку в ней содержатся сведения о выполнении плана привлечения финансовых ресурсов, соблюдении договоров, финансовом положении предприятия и т.д.

Например, планирование в ПАО «Лукойл» включает определение объемов доходов, прибыли, расчет показателей рентабельности и формирование фондов экономического стимулирования. Финансовые планы действующих ПАО можно также классифицировать с помощью понятия бюджетирования (см.7.6). Отличительной особенностью бюджета ПАО-холдинга является то, что он представляет собой количественное выражение деятельности корпорации, как правило, на один год и менее. Между тем их объем весьма внушителен и относится к большим базам данных, т.к. все показатели конкретизированы по значительному количеству подразделений ПАО. Эти планы являются по существу текущими (оперативными или тактическими) финансовыми планами корпорации.

За внедрением системы бюджетирования в структурах ПАО стоят прежде всего следующие задачи:

- обеспечение высокого уровня эффективности в соотношении планов реализации и производства продукции каждой из дочерних компаний (на основе определения уровня рентабельности, выработки ограничительных рамок и приоритетов по расходованию средств, а также обоснования финансовой состоятельности входящих в холдинг компаний, а также проводимых ими инвестиционных программ) для выхода на максимальную экономическую эффективность всего холдинга в целом;

- реализация cкоординированных действий по сбору информационных данных о финансовом состоянии и интересах отдельных компаний и ПАО в целом;

- прогнозирование и анализ различных вариантов хозяйственной деятельности различных бизнес-сегментов ПАО, определение эффектов от различных сценариев развития событий во внешней среде или принимаемых решений в рамках самого холдинга (речь идет прежде всего о выработке наиболее предпочтительных сценариев для дальнейшего функционирования и развития ПАО, которые основываются на анализе возможных последствий реорганизации структуры или переориентации ПАО-холдинга на другой вид бизнеса);

- создание контролирующего инструмента, направленного на обеспечение управления по отклонениям от бюджета.

Бюджетирование способно решить достаточно весомый объем управленческих задач такой сложной в управлении структурой, как крупное ПАО холдингового типа. Однако при этом стоит принимать во внимание, что использование данного управленческого механизма происходит на основе соблюдения ***ряда принципов***, среди которых в практике корпоративного финансового управления выделяются следующие:

1. Процесс организации и внедрения планирования происходит в рамках холдинга «сверху-вниз», с применением ***ключевых показателей деятельности***, сформированных для анализа и контроля за деятельностью сегментов бизнеса или отдельных компаний.

2. ***Принцип непрерывности процесса бюджетирования***, который позволяет формировать последующие планы и прогнозы их реализации на основе анализа степени выполнения поставленных планов в прошлом. С другой стороны иногда на практике процесс составления бюджета основывается на так называемом подходе «бюджет с нуля» – в случае внедрения новых бизнес-единиц в рамках ПАО.

3***. Принцип преемственности*** определяется согласованием целевых показателей более короткого периода целевым показателям более длительного периода.

4. ***Принцип унификации***, предполагающий применение сопоставимого набора показателей бюджета, единых стандартов их расчета для всех структурных подразделений и дочерних фирм ПАО.

5. ***Принцип проектного подхода*** при формировании инвестиционной программы.

6. ***Принцип вариантности*** формирования бюджета обеспечивает выработку нескольких различных сценариев развития ПАО и определения при каждом из них контрольных показателей.

7. ***Принцип ответственности*** - определяет возложение обязанностей контроля и выполнения достижимости плановых показателей на конкретные подразделения и топ-менеджеров.

Проблемой ПАО-холдинга, как ***сложной организационной структуры***, является ***недостаточный уровень маневренности, длительный документооборот***, сложности согласования целей и задач, человеческий фактор.

Особенностью управления финансами в холдинге является сложность в распределении огромных денежных и иных ресурсов по вертикали и горизонтали организационной структуры. Обеспечение грамотного распределения располагаемых холдингом ресурсов и организация контроля над ними определяет основную функцию компетенцию профессионального финансового управления. Система бюджетирования должна обеспечить это на удобном для руководителей уровне, предоставляя возможность контролировать совершенные действия и намерения при минимальных издержках времени на анализ. При этом для формирования стратегически грамотных целей развития руководители бизнес-структур ПАО должны получать максимально полную и качественную информацию, выраженную в удобном виде, по интересующим его в конкретном случае срезам.

Как известно, процесс бюджетирования напрямую связан с управленческим учетом, в рамках которого существует потребность в качественной информации о деятельности ПАО. Это в свою очередь достигается посредством организации своевременного получения данных об исполнении бюджетов и КПД по бизнес единицам, бизнес-сегментам и корпорации в целом. При этом отметим, что формирование бюджета происходит на уровне бизнес-единиц, а последующая трансформация отчетности в разрезе по бизнес-сегментам или ПАО в целом происходит на основе консолидации полученных данных.

Централизованное управление функциями оперативного управления финансами в ПАО достигаются за счет прямой передачи данных функций путем создания централизованных организационных структур и установление процедур, правил и стандартов для их выполнения всеми бизнес-единицами. К основным чертам практической реализации моделей можно отнести высокую степень контроля операций руководящим центром ПАО, минимальная вероятность финансовых рисков за счет диверсификации финансов и объединения капиталов.

Проявление отрицательных факторов проявляется в снижении независимости подразделений холдинга и, как следствие, снижении ответственности руководителей за текущую деятельность, на фоне низкой мотивации и высокой степени конфликтов интересов.

В модели же стратегического контроля формируется высокая степень децентрализации, проявляющаяся в том, что финансовый центр только определяет корпоративную стратегию управления финансами и не касается оперативного управления компанией. Компании, входящие в холдинг, независимо вырабатывают финансовую политику и утверждают стратегические планы развития. В конце периода (обычно один год), каждая компания сообщает о результатах финансовому центру на основе разработанной системы финансовых показателей.

Преимуществом данного алгоритма являются рост степени ответственности за результаты хозяйственной деятельности со стороны директоров компаний, входящих в холдинг, а недостатком – увеличение вероятности финансовых рисков.

В целом, модели финансового управления в ПАО основываются на функциях, которые выполняются на стратегическом и оперативном уровнях управления. ***К функциям управления стратегического уровня*** можно отнести установление корпоративной стратегии, выработку финансовой политики всего ПАО в целом, определение стратегических целей, выработку общей ценовой политики, обоснование дивидендной политики, определение налоговой политики, разработку системы ключевых показателей, оценку эффективности деятельности холдинга в целом.

***На оперативном уровне*** осуществляется формирование оперативной финансовой стратегии, определение единого стандарта учета и отчетности, управление расчетами с дебиторами, обеспечение погашения обязательств перед кредиторами, внутренний аудит, бюджетное управление, формирование свободного денежного потока, выработка системы показателей оценки деятельности и оценка финансовых результатов.

Четкое распределение полномочий финансовых работников разного уровня управления ПАО является гарантией успеха.

Таким образом, управление финансами в ПАО, особенно построенных по типу холдинга, имеет свои существенные особенности, которые необходимо учитывать при построении системы бюджетирования и контроля за финансовыми ресурсами корпорации.

**Контрольные вопросы:**

1. На каких принципах строится современное финансовое планирование?
2. Чем прогноз отличается от плана?
3. Какие методы финансового планирования вы знаете?
4. Что такое бюджетирование?
5. Зачем корпорации финансовый контроль?
6. Чем стратегическое финансовое планирование отличается от оперативного?
7. Какие показатели финансового планирования вы знаете?
8. Что такое бюджет продаж?
9. Как составить бюджет движения денежных средств?
10. Каковы принципы бюджетирования?

**ЛИТЕРАТУРА**

1. Бабич, А.М. Государственные и муниципальные финансы / А.М. Бабич, Л.Н. Павлова. - М.: Юнити-Дана, 2017. - 687 c.
2. Бехар Дело не в кофе. Корпоративная культура Starbucks / Бехар, Голдстайн Говард; , Джанет. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2016. - 364 c.
3. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. - М.: Олимп-Бизнес, 2017. - 587 c.
4. Борисова, О.В. Корпоративные финансы: Учебник и практикум для академического бакалавриата / О.В. Борисова, Н.И. Малых, Ю.И. Грищенко. - Люберцы: Юрайт, 2016. - 621 c.
5. Гребенников, П.И. Корпоративные финансы: Учебник и практикум / П.И. Гребенников, Л.С. Тарасевич. - Люберцы: Юрайт, 2016. - 252 c.
6. Киселева, Е.А. Корпоративные финансы / Е.А. Киселева. - М.: КноРус, 2017.- 512с
7. Ковалев, В.В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алгоритмы, показатели: Учебное пособие / В.В. Ковалев, В.В. Ковалев.. - М.: Проспект, 2018. - 880 c.
8. Ковалев, В.В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алггоритмы, показатели: Учебное пособие / В.В. Ковалев. - М.: Проспект, 2018. - 1000 c.
9. Кларин, М.В. Корпоративный тренинг от А до Я. Научно-практическое пособие / М.В. Кларин. - М.: Дело, 2017. - 224 c.
10. Ковалев, В. В. Корпоративные финансы и учет. Понятия, алгоритмы, показатели / В.В. Ковалев, Вит.В. Ковалев. - М.: Проспект, 2017. - 343 c.
11. Ковалев, В. В. Корпоративные финансы и учет. Понятия, алгоритмы, показатели. Учебное пособие / В.В. Ковалев, Вит.В. Ковалев. - Москва: ИЛ, 2018. - 592 c.
12. Корпоративные финансы. Практикум. Учебник / О.В. Борисова и др. - М.: Юрайт, 2017. - 656 c.
13. Корпоративные финансы. Учебник и практикум. - Москва: РГГУ, 2018. - 651 c.
14. Леонтьев, В.Е. Корпоративные финансы: Учебник / В.Е. Леонтьев, В.В. Бочаров, Н.П. Радковская. - Люберцы: Юрайт, 2016. - 331 c.
15. Леонтьев, В.Е. Корпоративные финансы: учебник и практикум для академического бакалавриата / В.Е. Леонтьев, В.В. Бочаров, Н.П. Радковская. - Люберцы: Юрайт, 2016. - 349 c.
16. Никитина, Н.В. Корпоративные финансы: Учебное пособие / Н.В. Никитина, В.В. Янов. - М.: КноРус, 2018. - 512 c.
17. Никитушкина, И.В. Корпоративные финансы. практикум: Учебное пособие для академического бакалавриата / И.В. Никитушкина, С.Г. Макарова, С.С. Студников. - Люберцы: Юрайт, 2016. - 189 c.
18. Никитушкина, И.В. Корпоративные финансы: Учебник для академического бакалавриата / И.В. Никитушкина, С.Г. Макарова, С.С. Студников. - Люберцы: Юрайт, 2018. - 521 c.
19. Никитушкина, И.В. Корпоративные финансы: Учебник для академического бакалавриата / И.В. Никитушкина, С.Г. Макарова, С.С. Студников. - Люберцы: Юрайт, 2016. - 521 c.
20. Соловьева, Н.А. Корпоративные финансы (для бакалавров) / Н.А. Соловьева, М.В. Сенцова. - М.: КноРус, 2017. - 512 c.
21. Теплова, Т.В. Корпоративные финансы: Учебник для бакалавров / Т.В. Теплова. - М.: Юрайт, 2017. - 655 c.
22. Устюжанина, Е.В. Корпоративные финансы / Е.В. Устюжанина. - М.: Дело, 2017. - 756 c.
23. Хэррис Международные финансы / Хэррис, Дж. Мэнвилл. - М.: Филинъ, 2017. - 294 c.
24. Черненко, А. Ф. Корпоративные финансы. Учебное пособие / А.Ф. Черненко, А.В. Башарина. - М.: Феникс, 2018. - 374 c.
25. Чернов, А.Ю. Личные финансы / А.Ю. Чернов. - М.: Перспектива, 2017. - 493 c.

Ирина Борисовна **Ромашова**, Ирина Борисовна **Удалова**,

Надежда Игоревна **Яшина**

**ПРИНЦИПЫ СОВРЕМЕННЫХ**

**КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ**

***Учебно-методическое пособие***

Федеральное государственное автономное

образовательное учреждение высшего образования

«Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского».

603950, Нижний Новгород, пр. Гагарина, 23.