

Министерство образования и науки РФ  
Федеральное государственное автономное учреждение  
высшего профессионального образования  
«Казанский (Приволжский) федеральный университет»  
Елабужский институт  
Кафедра экономики и менеджмента

Осадчий Эдуард Александрович,  
Ахметшин Эльвир Мунирович  
Корпоративные финансы  
Краткий конспект лекций



Елабуга – 2014

**Направление подготовки:** 080100.62: Экономика (профиль: «Бухгалтерский учет, анализ и аудит») (бакалавриат, 3 курс, экзамен в 5 семестре)

**Форма обучения:** очная

**Учебный план:** «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» (очное, 2012)

**Дисциплина:** «Корпоративные финансы БЗ.Б.13»

**Форма контроля:** экзамен

**Количество часов:** 216 (в том числе: лекции - 42, практические занятия - 66, лабораторные работы – 0, самостоятельная работа – 108)

**Темы:**

1. Корпоративное управление и корпоративные финансы.
2. Оценка ценных бумаг и принятие решений по финансовым инвестициям.
3. Инвестированные решения корпорации относительно реальных активов.
4. Долгосрочные источники финансирования корпорации.
5. Выбор долгосрочных источников финансирования корпорации.
6. Дивидендная политика.
7. Финансовые аспекты реструктуризации.
8. Финансовое планирование и прогнозирование.

**Аннотация.** Корпоративные финансы - это подобласть финансов, которая фокусируется, прежде всего, на двух основных вопросах, связанных в этой глобальной теме оценки активов. Первый вопрос – это оценка капитальных вложений. Допустим, что есть у вас есть некий проект - и не обязательно бизнес-проект.

Можно достаточно широко рассматривать любую ситуацию, в которой вам надо в начале вложить ресурсы, а потом получить ресурсы обратно, как некий проект. Так вот, первый, основной вопрос, который рассматривается в корпоративных финансах, - это то, как оценивать эти проекты и принимать решение о том, стоит ли вкладывать в данный проект ресурсы или нет.

И второй большой глобальный вопрос - это структура капитала. Он заключается в том, что если у вас есть проект, вы знаете, что он хороший, в него стоит вкладывать деньги, - то откуда вы будете брать деньги? Стоит ли вам вкладывать собственные деньги стоит ли вам привлекать акционеров, других партнеров, которые бы стали совладельцами данного проекта, стоит ли вам привлекать деньги на кредитном рынке, брать в долг, чтобы финансировать этот проект, или привлекать более экзотические способы финансирования, например, венчурное финансирование.

**Ключевые слова:** Управление, финансы, ценные бумаги, инвестиции, активы, корпорации, дивиденды, прогнозирование.

**Дата начала использования:** 1 сентября 2014 г.

**Автор - составитель:**

Осадчий Эдуард Александрович, старший преподаватель кафедры экономики и менеджмента Елабужского института Казанского Федерального (Приволжского) Университета, email: [eosadchij@mail.ru](mailto:eosadchij@mail.ru).

Ахметшин Эльвир Мунирович, ассистент кафедры экономики и менеджмента Елабужского института Казанского Федерального (Приволжского) Университета, email: [elvir@mail.ru](mailto:elvir@mail.ru).

**URL:** <http://tulpar.kfu.ru/course/view.php?id=1687>

## Содержание

<u>Тема 1. Корпоративное управление и корпоративные финансы</u> .....	5
<u>Тема 2. Оценка ценных бумаг и принятие решений по финансовым инвестициям</u> .....	20
<u>Тема 3. Инвестированные решения корпорации относительно реальных активов</u> .....	37
<u>Тема 4. Долгосрочные источники финансирования корпорации</u> .....	83
<u>Тема 5. Выбор долгосрочных источников финансирования корпорации</u> .....	119
<u>Тема 6. Дивидендная политика</u> .....	140
<u>Тема 7. Финансовые аспекты реструктуризации</u> .....	151
<u>Тема 8. Финансовое планирование и прогнозирование</u> .....	184

## Лекция 1.

### Тема 1. Корпоративное управление и корпоративные финансы.

**Аннотация.** Данная тема раскрывает понятие корпоративного управления.

**Ключевые слова.** Корпоративное управление, корпоративные финансы.

#### **Методические рекомендации по изучению темы:**

- Тема содержит лекционную часть, где даются общие представления по теме;
- В качестве самостоятельной работы предлагается написать рефераты по особенностям корпоративного управления и выступить с устными докладами.
- Для проверки усвоения темы имеются вопросы к каждой лекции и тесты.

#### **Рекомендуемые информационные ресурсы:**

1. Ковалев, В.В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алгоритмы, показатели: Учебное пособие / В.В. Ковалев, В.В. Ковалев. - М.: Проспект, 2013. - 880 с.
2. Кокорева, М.С. Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала): Монография / И.В. Ивашковская, М.С. Кокорева, А.Н. Степанова, С.А. Григорьева. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2013. - 281 с.
3. Никитина, Н.В. Корпоративные финансы: Учебное пособие / Н.В. Никитина, В.В. Янов. - М.: КноРус, 2013. - 512 с.
4. Теплова, Т.В. Корпоративные финансы: Учебник для бакалавров / Т.В. Теплова. - М.: Юрайт, 2013. - 655 с.
5. Теплова, Т.В. Корпоративные финансы: Учебник для бакалавров / Т.В. Теплова. - М.: Юрайт, 2013. - 655 с.

## **Список сокращений:**

**ФП**- финансовая политика.

## **Глоссарий.**

**Американская, или аутсайдерская,** модель — это модель управления акционерными обществами, основанная на высоком уровне использования внешних по отношению к акционерному обществу, или рыночных, механизмов корпоративного контроля, или контроля над менеджментом акционерного общества.

**Германская, или инсайдерская** модель — это модель управления акционерными обществами, основанная преимущественно на использовании внутренних методов корпоративного контроля, или методов самоконтроля.

**Корпоративные финансы** - это подобласть **финансов**, которая фокусируется, прежде всего, на двух основных вопросах, связанных в этой глобальной теме оценки активов.

**Корпоративное управление** — система взаимодействия между акционерами и руководством компании, включая её совет директоров, а также с другими заинтересованными лицами, с помощью которой реализуются права акционеров; комплекс механизмов, позволяющих акционерам (инвесторам) контролировать деятельность руководителей компании и разрешать возникающие проблемы с прочими группами влияния.

## **Вопросы для изучения:**

1. Корпоративное управление и корпоративные финансы.
2. Понятие корпорации.
3. Типы корпоративных структур.
4. Финансовая среда функционирования корпорации.
5. Основные финансовые проблемы корпорации и их отличие от других форм организации бизнеса.
6. Финансовые цели и задачи корпорации.
7. Элементы ранжирования финансовых задач.
8. Проблема максимизация стоимости.

9. Особенности финансового подхода к анализу деятельности корпорации.  
Финансовое управление корпорацией.
10. Понятие финансовой стратегии и финансовой политики.

### **1. Корпоративное управление и корпоративные финансы.**

Исследователи выделяют следующие «модели» капитализма и соответствующие им типы корпоративного управления.

Акционерный капитализм (Shareholder Capitalism). В наиболее чистом виде акционерный капитализм развит в США и Великобритании. Население осуществляет сбережения путем инвестирования в корпоративные акции и облигации. Фирмы продают инвесторам ценные бумаги и на вырученные средства строят заводы, покупают оборудование и развивают технологии. Чтобы инвесторы купили ценные бумаги, они должны верить, что фирма управляется эффективно и честно. В этих странах корпоративное управление находится в руках генеральных директоров (CEO) и других профессиональных менеджеров. Инвесторы коллективно осуществляют мониторинг управления, а цена акций отражает их консенсус относительно его качества. Однако данная система имеет свои издержки. Мониторинг качества корпоративного управления каждой фирмы требует значительных ресурсов в масштабах всей экономики. Биржи и законодательство страны помогают снизить их для инвесторов, требуя, чтобы фирмы в обязательном порядке раскрывали финансовую информацию, и запрещая менеджерам манипулировать акциями своих компаний. Акционеры могут привлекать к судебной ответственности менеджеров, которые нарушают эти нормы. В случае, если менеджеры не выполняют своих обязанностей, акционеры-рейдеры, приобретя значительный пакет акций компании, могут переизбрать совет директоров и поменять руководство.

Семейный капитализм (Family Capitalism) и семейные бизнес-группы. Этот способ корпоративного управления имеет давние исторические традиции

и является самым распространенным в мире. Он превалирует во многих странах Азии и Латинской Америки, а также широко представлен в таких развитых государствах, как Италия, Швеция, Канада, Франция. При этой модели капитализма управление крупнейшими корпорациями доверено членам нескольких богатейших семей страны. Капитал аккумулируется и распределяется по семейным каналам. В стране с функционирующим фондовым рынком семейные фирмы могут составлять его значительную часть, однако контроль над такими бизнес-группами всегда остается в руках членов семьи.

## **2. Понятие корпорации.**

Корпорация – объединение на базе определенных профессиональных интересов и профессиональной идентификации. Базируется на понятии корпоративности, что понимается как идентификация с определенной группой, функционирование в ее интересах и соблюдение и поддержание ее статусных характеристик, норм и ценностей. Корпорация – большая организация, включающая множество мелких (например, сеть Макдональдс или Майкрософт), или абстрагированная от понятия организации общность, например медики или военные, химики или математики.

## **3. Типы корпоративных структур.**

Предприятия. определяет основное звено хозяйственного комплекса страны и функционирует в сфере материального производства, в науке, торговле, сфере услуг и т.п., является юридическим лицом, действует на условиях полного хозрасчета, самофинансирования и самоуправления. К предприятиям, созданным на основе международного сотрудничества принадлежат совместные предприятия. Они осуществляют свою производственную деятельность за счет прямых иностранных инвестиций.

Все участники которого занимаются совместной предпринимательской деятельностью и несут солидарную ответственность по обязательствам общества всем своим имуществом. Исходя из форм прав собственности на

активы и уровней автономности действий, акционерные общества делятся на два типа:

1) акционерное общество открытого типа, т.е. компания, акции которого могут распространяться путем открытой подписки и купли-продажи на биржах

2) акционерное общество закрытого типа, т.е. компания, акции которого распределяются между учредителями и не могут распространяться путем подписки, покупаться и продаваться на бирже.

#### **4. Финансовая среда функционирования корпорации.**

Финансовая среда представляет собой совокупность неподдающихся контролю сил, с учетом которых фирмы должны разрабатывать свои программы. Среду любой организации принято рассматривать, как состоящую из двух сфер: внутреннюю и внешнюю. Внешняя среда, в свою очередь, подразделяется на микросреду (или рабочую, или непосредственное окружение, или среду косвенного воздействия) и макросреду (или общую, или непосредственное деловое окружение, или среду прямого воздействия).

Под внешней средой понимают все условия и факторы, возникающие в окружающей среде, независимо от деятельности конкретной фирмы, но оказывающие или могущие оказать воздействие на ее функционирование и поэтому требующие принятия управленческих решений.

Финансовая среда складывается из микросреды и макросреды.

Микросреда представляется силами, имеющими непосредственное отношение к самой фирме и ее возможностям по обслуживанию клиентуры.

Макросреда представляется силами более широкого социального плана, которые оказывают влияние на микросреду.

Внутрифирменное управление и управление фирмой как субъектом рынка - две ступени в иерархии управления жестко связаны между собой диалектическим единством внешней и внутренней среды фирмы. Внешняя среда фирмы выступает как нечто заданное, внутренняя среда фирмы является по существу реакцией на внешнюю среду. Основные цели, которые ставит перед собой фирма, сводятся к одной обобщенной характеристике - прибыли.

При этом, естественно, должны учитываться и внутренняя среда фирмы, и внешняя.

В качестве внутренней среды предприятия принято рассматривать все внутрифирменные составляющие, формирующие ее в единую систему и поддающиеся некоторому определенному управляющему воздействию со стороны сотрудников фирмы (руководителей и исполнителей).

Внешнюю среду подразделяют на:

- микросреду - среду прямого влияния на предприятие, которую создают поставщики материально-технических ресурсов, потребители продукции (услуг) предприятия, торговые и маркетинговые посредники, конкуренты, государственные органы, финансово-кредитные учреждения, страховые компании и др. контактные аудитории.

- макросреду, влияющую на предприятие и его микросреду. Она включает природную, демографическую, научно-техническую, экономическую, экологическую, политическую и международную среду.

Любая фирма действует в окружении контактных аудиторий 7 типов:

1. Финансовые круги - оказывают влияние на способность фирмы обеспечивать себя капиталом (банки, инвестиционные компании, фондовые биржи и другие). Фирма добивается благорасположения этих аудиторий, публикует годовые отчеты, дает ответы на вопросы и предоставляет прочие доказательства своей финансовой устойчивости.

2. Контактная аудитория средств информации. Фирма заинтересована, чтобы СМИ больше и лучше освещали ее деятельность посредством статей о качестве продукции, ее потребительских свойствах, совершенствах технологий, благотворительной деятельности и прочее.

3. Контактная аудитория государственных учреждений.

4. Гражданские группы. Маркетинговые решения, принятые фирмой могут вызвать вопросы со стороны организаций-потребителей, групп защитников окружающей среды и других.

5. Местная контактная аудитория - окрестные зрители.

6. Широкая публика. Задача фирмы состоит в том, чтобы создать благоприятное мнение о фирме у широкой публики.

7. Внутренняя контактная аудитория (работники, служащие, добровольные помощники, управляющие, члены совета директоров).

Внешние денежные отношения предприятия возможны:

- с финансовой системой государства (бюджетно-налоговые, фондовые, страховые, социальные платежи и трансферты);

- с кредитной системой (ссудные, депозитные, платные услуги и др.);

- с другими предприятиями (отношения, не связанные с товарным обменом: штрафы, пени, неустойки, аренда, коммерческое кредитование, совместное предпринимательство, объединение и разделение капитала, прямое инвестирование);

- с собственниками предприятия (формирование капитала, распределение прибыли, реинвестирование дивидендов);

- с международными организациями (кредитование, целевая помощь, благотворительность);

- с финансами домохозяйств и физических лиц (финансовая помощь, финансовое посредничество - гарантии, перевод платежей, получение социальных трансфертов и др.).

Внутренние денежные отношения предприятия прослеживаются:

- со структурными подразделениями - дочерними, зависимыми компаниями, самостоятельными бизнесами, хозрасчетными предприятиями при распределении выручки, затрат, прибыли налоговых платежей, инвестиций, элиминировании внутренних оборотов между предприятием и его структурными единицами);

- между центрами финансовой ответственности (по распределению маржинального дохода через трансфертное ценообразование);

- с работниками (по социальным инвестициям, социальным налогам и выплатам, финансовому стимулированию из прибыли).

Внешние денежные отношения предприятия проявляются при взаимодействии с внешней финансовой средой предпринимательства, а внутренние денежные отношения проявляются во внутренней финансовой среде предпринимательства.

### **5. Основные финансовые проблемы корпорации и их отличие от других форм организации бизнеса.**

В процессе формирования и дальнейшего развития рыночной экономики выделились различные типы предпринимательства и формы его организации. Предприниматель как субъект экономической деятельности обладает комплексом прав и обязанностей, среди которых выделяют:

- 1) права на создание предприятий любых форм, не запрещенных действующими законами;
- 2) приобретение имущества других предприятий, в том числе государственных, и продажу имущества собственного предприятия;
- 3) участие в деятельности других хозяйствующих субъектов;
- 4) наем и увольнение работников;
- 5) разработку и осуществление программ хозяйственной деятельности;
- 6) свободное распоряжение прибылью предприятия, остающейся после выплаты налогов и других обязательных платежей;
- 7) осуществление валютных операций в установленном законодательством порядке, и т.д.

В соответствии с **формами собственности**, установленными законодательством РФ о собственности, выделяют следующие виды предприятий, представленные на рисунке 1.

**По функционально-отраслевому принципу** выделяются:

промышленные, сельскохозяйственные, строительные, транспортные, торговые, торгово-посреднические, производственно-торговые, инновационно-внедренческие, лизинговые, банковские, страховые, туристические предприятия, предприятия связи и т.п.

Можно также выделить:

- 1) хозяйственные товарищества (полные, коммандитные и с ограниченной ответственностью) и общества (открытые и закрытые АО);
- 2) производственные кооперативы;
- 3) государственные и муниципальные унитарные предприятия;
- 4) некоммерческие организации.

Таким образом, можно выделить следующие основные типы предпринимательства по различным критериям (рисунок 2).



Рисунок 1 – Виды предприятий по формам собственности



Рисунок 2 – Типы предпринимательства

## **6. Финансовые цели и задачи корпорации.**

В качестве целей корпорации могут, например, выдвигаться следующие предложения:

- представить потребителю качественно новый продукт или услугу;
- расширить географию продаж;
  - найти альтернативные источники снабжения сырьем или энергией;
- получить прибыль на используемый капитал в размере не менее 30% (до вычета процентов и налогов);
  - сохранять рост прибыли, пропорциональный росту объема продаж;
- поддерживать качество существующих активов, инвестируя ежегодно не менее 5% от объема продаж.

Стратегическая установка:

- носит общий характер;
- определяет смысл существования организации;
- выявляет организационные перспективы;
- может быть оформлена письменно.

Цели:

- часто представлены в стоимостном выражении;
- выражают ожидания акционеров и высшего руководства компании;
- разрабатываются высшим руководством.

Задачи:

- относятся к уровню подразделения организации;
- носят оперативный характер;
- обычно множественны.

На основе решения руководства о структуре, каждая должность предусматривает выполнение ряда задач, которые рассматриваются как элементы, необходимые для достижения целей организации.

Задачи организации традиционно делятся на три категории: работа с людьми, предметами (сырьем, инструментами, машинами, оборудованием) и информацией.

## **7.Элементы ранжирования финансовых задач.**

Элементами финансового менеджмента являются: анализ финансового состояния предприятия; анализ и принятие решений по оценке инвестиций; управление активами предприятий, бюджеты и прогнозы наличия потока денежных средств, определение точки безубыточности и доли постоянных

Управление активами предполагает регулирование потребности оборотного капитала, так как чем больше размер текущих активов, тем больше надо погасить задолженность предприятия и бюджету. Кроме того, необходимо контролировать и регулировать денежные операции.

Управление финансами предполагает определение оптимального количества наличности, необходимой для совершения операций при определенных условиях.

Целью предприятия является не только безубыточность производства, но и получение прибыли. Между безубыточной работой предприятия и долей постоянных издержек в полных издержках существует взаимосвязь. Для определения этой взаимосвязи необходимо знать точку критического объема производства (точку безубыточности), постоянные издержки, переменные издержки.

Переменные издержки - это расходы, которые изменяются примерно пропорционально изменению уровня деловой активности. Для покрытия постоянных расходов и формирования прибыли вычисляют контрибуцию, т. е. разницу между доходом от продаж и переменными расходами. Эта разность зависит от уровня деловой активности.

Стоимость сегодняшних рублей и их стоимость в будущем различны. Поэтому важно знать текущую и будущую стоимость денег. Знание текущей и будущей стоимости денег и ценных бумаг необходимо для определения выгодности инвестиций.

## **8.Проблема максимизация стоимости.**

Предприятие не может максимизировать стоимость, если она игнорирует интересы заинтересованных сторон.

Теория заинтересованных сторон” (в данный момент популярная) - основной кандидат на конкуренцию с максимизацией стоимости как целевой функции, имеет свои корни в социологии, организационном поведении, политике собственных интересов и личных интересов менеджеров.

Коротко, максимизация стоимости значит, что *менеджеры должны принимать решения, способствующие увеличению общей стоимости фирмы в долгосрочной перспективе*. Общая стоимость это сумма стоимостей всех финансовых требований предприятия – включая акционерный капитал, долговые обязательства, привилегированные акции и варианты.

### **9. Особенности финансового подхода к анализу деятельности корпорации. Финансовое управление корпорацией.**

У финансового подхода к анализу деятельности корпорации есть отрицательные моменты:

- он не позволяет производить оценку сбалансированности корпоративных интересов аутсайдерам-акционерам, не причастным к непосредственной работе корпораций. Цели, которые ставят собственники предприятия перед своими управляющими, не публикуются в доступной отчетности, это затрудняет оценку степени соответствия фактических результатов деятельности намеченным ориентирам;
- в силу отмеченных выше моментов данный подход не может использоваться для проведения межкорпоративных сравнений;
- прогнозы собственников предприятия в отношении его развития, как правило, бывают излишне оптимистичны, а цели, как следствие, необоснованно завышены. Причины этого ищутся владельцами в работе менеджеров, хотя изначально подобная ситуация заложена в недостатках планирования. Поэтому регулирование корпоративных отношений на основе установления целевых показателей деятельности, пусть даже и согласованных на всех уровнях корпоративного управления, своими непредсказуемыми последствиями чревато как для собственников предприятия, так и нанятых ими менеджеров. Учитывая, что при прогнозировании нельзя полностью устранить

неопределенность, координация интересов в корпоративном управлении, основанная на названном подходе, неявно содержит в себе зерно конфликта, с ущемлением интересов всех заинтересованных сторон. Отсюда нормативы сбалансированности корпоративных отношений должны быть определены с помощью иного подхода.

### **10. Понятие финансовой стратегии и финансовой политики.**

Финансовая политика – совокупность методологических принципов, практических форм организаций и методов использования финансов, направленных на достижение эффективности в мобилизации, распределении и использовании финансовых ресурсов общества с целью выполнения государством его функций, поставленных целей и конкретных задач.

Во всех государствах финансовая политика реализуется через финансовую систему, деятельность которой строится на следующих принципах:

- управление финансами с учетом специфики звеньев системы финансов;
- общность функций всех финансовых учреждений;
- общее руководство центром при активном участии всех нижестоящих органов управления.

Основными методологическими принципами проведения ФП, т.е. управления финансами, являются:

- зависимость от конечной цели;
- макроэкономическая сбалансированность всех отраслей хозяйства;
- соответствие интересам всех членов общества;
- использование экономических законов;
- учет внутренних и внешних экономических условий на основе реальных возможностей.

Целью ФП является обеспечение стабильного поступательного развитие экономики государства и хозяйствующих субъектов на основе использования финансовых отношений и финансового потенциала (для достижения

финансовой устойчивости и финансовой независимости). Цель ФП проявляется в выполнении конкретных стратегических задач и решении тактических вопросов использования функционального предназначения финансов.

ФП – это самостоятельная сфера деятельности государства в области финансовых отношений, которая направлена на реализацию государственной программы не только экономического развития, но и социального. Под социальным развитием понимается не только развитие просвещения, культуры, здравоохранения и других социальных потребностей, но и социального устройства общества.

ФП способствует обеспечению финансовыми ресурсами целевых программ, сосредоточению средств на ключевых направлениях развития экономики, стимулированию роста эффективности производства; повышению заинтересованности всех регионов в развитии хозяйства, использовании местных сырьевых ресурсов.

### **Вопросы по теме 1:**

1. Дайте определение понятиям корпоративное управление и корпоративные финансы.
2. Что представляет из себя корпорация?
3. Типы корпоративных структур.
4. Что такое финансовая среда функционирования корпорации?
5. Каковы основные финансовые проблемы корпорации и их отличие от других форм организации бизнеса?
6. Опишите финансовые цели и задачи корпорации.
7. Охарактеризуйте элементы ранжирования финансовых задач.
8. Проблема максимизации стоимости.

9. Особенности финансового подхода к анализу деятельности корпорации.

Финансовое управление корпорацией.

10. Дайте понятие финансовой стратегии и финансовой политики.

**Тест по теме 1:**

1. Субъектом управления финансами являются:

- Все организационные структуры, осуществляющие управление
- Финансовый аппарат
- Налоговые инспекции
- Страховые органы

2. Финансовая политика – это:

- Средство контроля за денежными потоками
- Форма экономической политики
- Средство изъятия у предприятий финансовых ресурсов
- Форма управления воспроизводственным процессом

## Лекция 2.

### Тема 2. Оценка ценных бумаг и принятие решений по финансовым инвестициям.

**Аннотация.** Данная тема раскрывает тему ценных бумаг и принятие решений по финансовым инвестициям.

**Ключевые слова:** Ценные бумаги, финансовые инвестиции

#### Методические рекомендации по изучению темы:

- Тема содержит лекционную часть, где даются общие представления по теме;
- В качестве самостоятельной работы предлагается написать рефераты по особенностям оценки ценных бумаг и выступить с устными докладами.
- Для проверки усвоения темы имеются вопросы к каждой лекции и тесты.

#### Рекомендуемые информационные ресурсы:

1. Анискин Ю.П. Управление инвестициями: учеб. пос. для вузов. - 3 - е изд., стер. - М.: Омега - Л, 2007. - 192 с.
2. Ахметзянов И. Р. Анализ инвестиций: методы оценки эффективности финансовых вложений/ под ред. Г. А. Маховиковой. - М.: Эксмо, 2007. - 272 с. - (Прицельные финансы).
3. Базовый курс по рынку ценных бумаг: учеб. пос./Ломтатидзе О.В. и др. - М.: Кнорус, 2010. - 448 с.
4. Басовский Л.Е., Басовская Е.Н. Экономическая оценка инвестиций: учеб. пос. для вузов. - М.: ИНФРА - М, 2007. - 241 с.
5. Зубченко А. А. Иностранные инвестиции: учеб. пос. - М.: Книгодел, 2008. - 160 с.
6. Инвестиции: учеб. пос. для вузов/ под ред. М.В. Чиченова. - М.: Кнорус, 2007. - 248 с.

7. Инвестиции: учебник для вузов/ под ред. В.В. Ковалева и др. - 2 - е изд., перераб. и доп. - М.: Проспект, 2010. - 592 с.
8. Инвестиции: учебник для вузов/ под ред. Г.П. Подшиваленко. - 2 - е изд., стер. - М.: Кнорус, 2009. - 496 с.
9. Инвестиционное проектирование : учебник для вузов / Р. С. Голов [и др.]. - М. : Дашков и К, 2010. - 368с
10. Инвестиционный менеджмент: учеб. пос. для вузов/ под ред. В.В. Мищенко. - 2 - е изд., перераб. и доп. - М.: Кнорус, 2008. - 400 с.

### **Глоссарий.**

**Инвестиционные качества ценных бумаг** - объектов портфельного инвестирования.

**Дисконтирование денежного потока** является ключевым элементом методики оценки активов, в частности акций и облигаций.

### **Вопросы для изучения:**

1. Понятие внутренней (истинной, инвестиционной) стоимости ценной бумаги.
2. Базовая модель оценки финансовых активов (DCF- модель).
3. Оценка стоимости облигаций компании.
4. Оценка привилегированных акций.
5. Оценка обыкновенных акций компании.
6. Использование модели дисконтируемых дивидендов для выявления внутренней стоимости акций.
7. Модель нулевого роста дивидендов.
8. Модель роста дивиденда постоянным темпом (модель Гордона).
9. Модель переменного роста дивиденда.

### **1. Понятие внутренней (истинной, инвестиционной) стоимости ценной бумаги.**

Рыночная цена всегда стремится к внутренней стоимости. Если рыночная цена акции превышает ее внутреннюю стоимость, то акция

переоценена рынком, если же внутренняя стоимость выше рыночной цены акции, то акция недооценена. Текущая внутренняя стоимость ( $V_t$ ) акции в общем виде в рамках фундаментального анализа может быть рассчитана по формуле:

$$V_t = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_s}{(1+r)^n} \quad (1)$$

где,  $D_t$  – дивиденд на акцию в момент времени  $t$ ;  
 $P_s$  – цена продажи акции;  $r$  – норма доходности;  $t$  – горизонт прогнозирования.

То есть дисконтированием денежного потока, генерируемого анализируемой ценной бумагой. Как видно из формулы (1), оценка теоретической стоимости акции зависит от трех параметров: ожидаемые денежные поступления, которые состоят из ожидаемых дивидендов ( $D_t$ ) и предполагаемой цены продажи ( $P_s$ ), горизонта прогнозирования ( $t$ ) и норма доходности ( $r$ ). Последний параметр оценивается достаточно просто, и для его оценки существуют множество подходов. Второй параметр непосредственно зависит от предполагаемого срока инвестирования. Первый вероятно наиболее существенен, поскольку он непосредственно связан с активом и от точности его определения зачастую зависит эффективность инвестиций на рынке акций.

Собственно практически все существующие на сегодняшний момент модели оценки стоимости акций являются следствием из формулы (1.), которая видоизменяется в зависимости от целей инвестирования. Выделяют две основные цели – получение доходов в виде дивидендов и получение дохода от прироста курсовой стоимости ценной бумаги. Рассмотрение всех методов не представляется целесообразным, поскольку их очень много и тема данной работы не предусматривает полное их рассмотрение. Приведем лишь некоторые, наиболее употребляемые из них. Допустим, что инвестор собирается купить акции некоторой компании и

владеть ими всегда. В этом случае для инвестора естественно определить цену акции как текущее значение последовательности дивидендов, которые он надеется получить. Таким образом, цена акции с точки зрения инвестора должна быть равна

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad (2)$$

где,  $D_t$  – дивиденд на акцию в момент времени  $t$ ;  $r$  – норма доходности;  $t$  – горизонт прогнозирования. Размер дивидендов может изменяться произвольно, но чаще это изменение происходит систематически. То есть дивиденды либо возрастают, либо убывают, либо остаются постоянными. Ниже будут рассмотрены методы оценки акций нулевого и постоянного роста.

Допустим, что дивиденды по обыкновенным акциям некоторой компании по прогнозам останутся постоянными, т.е.  $D_1 = D_2 = \dots = D$

Тогда после подстановки  $D$  вместо  $D_t$  в уравнение (2.) оно преобразуется к виду

$$P = \frac{D}{1+r} + \frac{D}{(1+r)^2} + \dots \quad (3)$$

где,  $D$  – дивиденд на акцию в момент времени  $t$ ;  $r$  – норма доходности.

То есть цена акции нулевого роста равна текущему значению бессрочной ренты (перпетуитету) с выплатами  $D$ . Следовательно, уравнение (3.) сводится к уравнению (4.)

$$P = \frac{D}{r} \quad (4)$$

Наиболее частой практикой в западных компаниях является политика стабильно растущих дивидендов, поскольку, таким образом, повышается привлекательность акций, во-первых, с точки зрения защищенности будущих дивидендов от инфляционного воздействия, а, во-вторых, стабильно растущие

дивиденды на протяжении длительного периода являются символом постоянного развития компании. В данном случае стоимость обыкновенной акции, чаще всего, оценивается при помощи "формулы Гордона"

$$P = \frac{D_0(1 + g)}{r - g} \quad (5)$$

где,  $D_0$  – дивиденд на акцию в момент времени  $t$ ;  $g$  – предполагаемый темп роста дивидендов;  $r$  – норма доходности.

Если предприятие не выплачивает дивиденды, внутреннюю стоимость акции можно оценить с использованием факторной модели. Факторная модель представляет собой попытку учесть основные экономические силы, систематически воздействующие на курсовую стоимость ценной бумаги. Внутренняя стоимость акции с использованием факторной модели может быть рассчитана путем решения уравнения

$$P = a_0 + \sum b_i F_i + \varepsilon_i \quad (6)$$

где,  $a_0$  – свободный член;  $\varepsilon_i$  – случайная ошибка;  $F_i$  – предсказанное значение  $i$  – го фактора;  $b_i$  – чувствительность цены к  $i$  – му фактору.

При использовании факторных моделей возникает ряд проблем:

1. Факторные модели строятся на анализе прошлой информации, однако, не всегда те факторы, которые оказывали влияние на цену акции в прошлом, будут аналогичным образом действовать и в будущем.
2. Очень трудно выделить именно те факторы, которые оказывали максимальное влияние на цену акции.
3. Поскольку значение случайной ошибки выбирается случайным образом, она может достигать достаточно больших величин.

## 2. Базовая модель оценки финансовых активов (DCF- модель).

Дисконтирование денежного потока является ключевым элементом методики оценки активов, в частности акций и облигаций. Оценка таких первичных ценных бумаг, основанная на прогнозировании денежного потока, выполняется по схеме:

1) оценивают денежный поток — величины денежных поступлений и соответствующие риски по периодам; 2) устанавливают требуемую доходность денежного потока из расчета риска, с ним связанного, и доходности, которую можно достичь при иных альтернативных вложениях, при этом требуемая доходность может быть либо постоянной, либо изменяемой в течение анализируемого промежутка времени; 3) денежный поток дисконтируют по требуемой доходности; 4) дисконтированные величины суммируют для определения стоимости актива.

В результате оценка по этой схеме сводится к расчету текущей, приведенной к моменту инвестирования стоимости актива по формуле:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + at)^t} + \frac{CF_n}{(1 + an)^p}, \quad (3.1)$$

где  $V_0$  — текущая, или приведенная, стоимость актива;  $CF_t$  — ожидаемые денежные поступления — приток либо отток в конце периода  $t$ , которые отсчитываются по порядку от момента инвестирования;  $at$  — требуемая с учетом риска доходность в период  $t$ ;  $p$  — число периодов,

в конце каждого из которых ожидается поступление денежных средств.

Иначе формула (3.1) может быть представлена в виде:  $V_0 = \sum_{t=1}^n CF_t k(a,t)$ , где  $k(a,t) = 1/(1 + at)^t$  — коэффициент дисконтирования.

Базовая модель оценки может применяться не только к ценным бумагам, но и к материально-вещественным активам. Напомним, что материально-вещественные активы — это имущество в виде земли, зданий, оборудования и фирм в целом. Ценные бумаги — это документы, дающие

право на получение части денежного потока, поступающего от эксплуатации материально-вещественных активов.

Напомним, что ценные бумаги делятся на три класса:

- 1) долговые ценные бумаги, представляющие собой обязательства уплатить установленную сумму денег;
- 2) привилегированные акции, предоставляющие право на получение части дохода и имущества фирмы после удовлетворения прав владельцев долговых ценных бумаг и обязательств;
- 3) обыкновенные акции, которые предоставляют право на получение части дохода и имущества фирмы после удовлетворения обязательств перед владельцами долговых ценных бумаг и привилегированных акций.

Внутри каждого класса выделяются различные виды ценных бумаг по огромному разнообразию принципов, которое постоянно расширяется благодаря успехам финансовой инженерии.

### **3. Оценка стоимости облигаций компании.**

- **Нарицательная стоимость** напечатана на самой облигации и используется чаще всего в качестве базы для начисления процентов. Этот показатель имеет значение только в двух случаях: в момент выпуска облигации при установлении цены размещения, а также в моменты начисления процентов, если последние привязаны к номиналу. В период размещения облигационного займа цена облигации, как правило, совпадает с ее нарицательной стоимостью

- **Конверсионная стоимость** - расчетный показатель, характеризующий стоимость облигации, в условиях эмиссии которой предусмотрена возможность конвертации ее при определенных условиях в обыкновенные акции фирмы – эмитента

- **Выкупная цена (стоимость)**, цена досрочного погашения, отзывная цена - это цена, по которой производится выкуп облигации эмитентом по истечении срока облигационного займа или до этого момента, если такая возможность предусмотрена условиями займа. Эта цена совпадает

с нарицательной стоимостью, как правило, в том случае, если заем не предполагает досрочного его погашения. Поэтому, с позиции оценки, разделяют два вида займов: без права и с правом досрочного погашения. В первом случае облигации погашаются по истечении периода, на который они были выпущены. Во втором случае возможен отзыв облигаций с рынка (досрочное погашение). Как правило, инициатива такого отзыва принадлежит эмитенту

- **Рыночная (курсовая) цена (стоимость)** облигации определяется конъюнктурой рынка. Значение рыночной цены облигации в процентах к номиналу называется курсом облигации. С момента выпуска облигации до даты погашения ее цена колеблется в соответствии с изменениями рыночных условий или кредитного качества. Кроме того, любое изменение в уровне процентных ставок, как правило, оказывает немедленное и предсказуемое воздействие на цены облигаций. Когда рыночные процентные ставки растут, цены облигаций, находящихся в обращении, снижаются таким образом, чтобы доходность этих бумаг пришла в соответствие с доходностью новых выпусков, имеющих более высокие ставки. И, наоборот, в случае падения рыночных ставок происходит повышение цен ранее выпущенных облигаций, благодаря чему их доходность снижается до уровня, соответствующего доходности новых облигаций с более низкими ставками процента.

#### **4. Оценка привилегированных акций.**

По привилегированным акциям выплата дивиденда обычно осуществляется по фиксированной ставке в течение неопределенного или ограниченного временного периода. Бессрочная акция генерирует денежный поток неопределенно долго, поэтому формула для расчета ее оценки имеет вид:

$$V = E_0 = \sum_{i=1}^{\infty} CF \cdot 1/(1+a)^t = CF/a,$$

или в других обозначениях:

$$E_0 = D / a_p,$$

где  $E_0$  — текущая цена привилегированной акции;  $D$  — ожидаемый фиксированный дивиденд;  $a_p$  — текущая требуемая доходность.

Используя приведенную выше формулу, можно вычислить и ожидаемую доходность привилегированной акции по данным о выплачиваемых по ней дивидендам и ее цене:

### **5. Оценка обыкновенных акций компании.**

Для построения моделей его оценки оперируют следующими понятиями:

- $D_t$  — дивиденд, ожидаемый к получению в году  $t$ .  $D_0$  — последний фактически выплаченный дивиденд. Поскольку ожидания инвесторов и их оценки различны, а  $D_t$  представляет собой оценку возможных поступлений, то значения  $D_t$  могут различаться среди разных потенциальных инвесторов.

- $E_0$  — текущая рыночная цена акции.  $E_t$  — ожидаемая цена акции на конец года  $t$ .  $E_0$  — внутренняя, или теоретическая стоимость акции с позиции инвестора, выполняющего анализ.  $E_1$  — стоимость, ожидаемая на конец первого года.  $E_0$  представляет собой субъективную оценку инвестором ожидаемого потока дивидендов и рисковости акции, поэтому она может различаться в зависимости от степени оптимизма конкретного инвестора. Очевидно, что инвестор будет покупать акции, только если по его оценке  $E_0 \geq E_0$ . Условие равновесия на рынке акций определяется равенством  $E_0 = E_0$ .

- $q_t$  — предполагаемый темп прироста дивиденда в году  $t$ . Значение этого показателя может варьировать среди инвесторов, но его динамика может подчиняться некоторой закономерности. Если темп прироста постоянен во времени, т.е.  $q_{t+1} = q_t$ , то акция называется постоянно растущей.

- $a_s$  — требуемая доходность акции, учитывающая как риск, так и доходность альтернативных вариантов инвестирования, которая варьирует среди инвесторов в зависимости от их оценки степени риска компании-

эмитента.

- $a_s$  — ожидаемая доходность, значение которой может варьировать среди инвесторов.

## **6. Использование модели дисконтируемых дивидендов для выявления внутренней стоимости акций.**

Классический метод капитализации дохода, применяемый для оценки стоимости финансовых активов, по отношению к акциям носит название метода дисконтированных дивидендов. Метод базируется на положении, впервые сформулированном Джоном Вильямсом, и состоящем в определении стоимости фирмы как суммарной сегодняшней стоимости дивидендов.

Суть метода капитализации дохода состоит в определении стоимости ценной бумаги как суммарной (приведенной) стоимости потока будущих доходов, которые данный актив обеспечивает его владельцу. Доходы по акциям имеют форму дивидендов. Следовательно, для того, чтобы определить стоимость акции, необходимо рассчитать суммарную сегодняшнюю стоимость дивидендов, которые будут выплачены по данной акции. Ставка дисконтирования при этом должна отражать доходность альтернативных способов вложения средств со сравнимой степенью риска. Пусть  $d_1, d_2, \dots, d_n, \dots$  - дивиденды по оцениваемой акции в первом, втором, и так далее, году. Предполагается, что акция не имеет срока обращения, и соответственно время жизни корпорации не ограничено. Пусть  $k_1, k_2, \dots, k_n, \dots$  - годовая доходность альтернативных инвестиций с такой же, как у рассматриваемых акций (или, по крайней мере, сравнимой) степенью риска. Тогда стоимость акции (обозначим ее  $V$ ) согласно модели дисконтированных дивидендов равна

$$V = \frac{d_1}{1+k_1} + \frac{d_2}{(1+k_2)^2} + \dots + \frac{d_n}{(1+k_n)^n} + \dots = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{d_i}{(1+k_i)^i} \quad (8.0)$$

Степень риска в данном случае можно трактовать как степень уверенности инвестора в получении дивидендов в размере  $d_i$  в каждом  $i$ -м году.

Фактически размер дивидендов  $i$ -го года является случайной величиной - обозначим ее  $\tilde{d}_i$ . Поэтому величины  $d_i$  в формуле (8.1) - это ожидаемые инвестором размеры дивидендов

$$d_1 = E\tilde{d}_1, \dots, d_n = E\tilde{d}_n, \dots$$

Если принять упрощающее предположение о том, что доходность альтернативных инвестиций (ставка дисконтирования) будет оставаться постоянной, то есть

$k_i = k, \forall i$ , то модель дисконтированных дивидендов примет вид

$$V = \frac{d_1}{1+k} + \frac{d_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{d_n}{(1+k)^n} + \dots = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{d_i}{(1+k)^i} \quad (8.0)$$

Пусть  $P$  - сегодняшняя рыночная цена акции. Внутренней нормой доходности акции называется такое значение ставки дисконтирования, при котором цена равняется суммарной текущей стоимости дивидендов. Другими словами, внутренняя норма доходности акции  $k^*$  - это решение относительно  $k$  уравнения:

$$P = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{d_i}{(1+k)^i} \quad (8.0)$$

Говорят, что акция недооценена, если  $P < V$ , (8.0)

или, что то же самое  $k^* > k$ , (8.0)

где  $k$  - альтернативная ставка доходности. Соответственно, переоцененность акции определяется соотношениями  $P > V$ ,  $k^* < k$ . (8.0)

Возможности практического применения метода дисконтированных дивидендов зависит от того, возможно ли решение следующих проблем: Каким образом прогнозировать ожидаемые значения будущих дивидендов? Как определить степень риска и соответствующую ему альтернативную ставку доходности?

Естественно, что и в первом, и во втором случае не существует способов, позволяющих точно рассчитать необходимые показатели, - возможные лишь более или менее точные оценки, расчет которых основан на тех или иных

упрощающих предположениях. Наиболее часто используемые предположения и методы, построенные на их основе, рассматриваются в настоящем параграфе.

### **7. Модель нулевого роста дивидендов.**

Пусть ожидается, что величина дивидендов на одну акцию в будущем году будет равна дивиденду за отчетный год и высока вероятность того, что эта величина не изменится в ближайшем периоде:  $D_t = \text{const}$ .

где  $\beta$  – коэффициент приведения бессрочного аннуитета .

Поэтому при  $r > 0$  получим:

Применение модели нулевого роста ограничено при анализе обыкновенных акций вследствие нереалистичности предположения о том, что компания будет выплачивать одинаковые дивиденды в течение длительного периода времени. Однако она полезна при оценке фундаментальной стоимости привилегированных акций с высоким инвестиционным рейтингом, т.к. по ним действительно выплачиваются фиксированные гарантированные дивиденды и их выплата благодаря надежности эмитента стабильна.

Если дивиденды будут расти от периода к периоду с одинаковым темпом роста для определения текущей цены акции рассматривается модель постоянного роста.

Предполагается, что дивиденды на одну акцию, выплаченные за предыдущий период  $D_0$ , вырастут в данной пропорции  $q$  так, что в следующем году ожидаются выплаты в размере  $D_0(1+q)$ .

$$D_2 = D_1(1+q);$$

$$D_3 = D_2(1+q) = D_1(1+q)^2,$$

$$D_t = D_1(1+q)^{t-1},$$

где  $D_1, D_2, \dots, D_t$  – дивиденды первого, второго,  $t$ -го года,

$q$  – темпы прироста дивидендов.

Формула для нахождения суммы  $n$  первых членов геометрической прогрессии имеет вид:

При неограниченном возрастании числа  $n$  ( $n$ ) (если рассматривать акцию как бессрочную ценную бумагу) и при  $|b| < 1$  сумма  $S_n$  стремится к пределу:

Подставляя вместо  $a$  и  $b$  соответствующие значения имеем

Формула справедлива только при  $q = \text{const}$ .

Для прогнозирования темпа роста дивидендов можно использовать данные о выплате дивидендов за прошлые годы.

Если предположить, что темп роста дивидендов в рассматриваемый период является постоянным, то дивиденд любого года можно определить через дивиденд базисного года по формуле:

Формулы для определения постоянных темпов роста дивидендов на основании данных бухгалтерской отчетности

- норма прибыли на собственный капитал или рентабельность собственного капитала;

- балансовая стоимость акции;

- чистая прибыль на акцию

- коэффициент выплаты дивидендов;

коэффициент реинвестиций;

$PR + RER = 1$ .

- коэффициент «прибыль – цена акции»

- отношение цены акции к доходу;

- темпы прироста дивидендов.

Если компания всю прибыль расходует на выплату дивидендов  $RER = 0$ , то капитализации прибыли не происходит, собственный капитал не увеличивается, а значит не растут и дивиденды ( $q = 0$ ). В этом случае формула принимает вид:

Текущая цена акции  $P_0$  зависит от ожидаемой величины чистой прибыли на акцию в следующем году  $EPS$ , вне зависимости от того, будет ли эта прибыль полностью направлена на выплату дивидендов, полностью

реинвестирована или частично направлена на выплату дивидендов, так и на реинвестирование.

Т.о. если определены размеры прибыли на акцию в следующем году, то текущая цена акции может быть определена по формуле:

где  $EPS_1$  - чистая прибыль на акцию в следующем году,

$r$  - требуемая норма прибыли на акцию

### **8. Модель роста дивиденда постоянным темпом (модель Гордона).**

**Модель Гордона** является вариацией модели дисконтирования дивидендов, методом для вычисления цены акции или бизнеса. Данная модель часто используется для оценки стоимости внебиржевых компаний, которую сложно оценить другими методами.

Модель подразумевает, что компания на сегодняшний день выплачивает дивиденды в размере  $D$ , которые в будущем будут увеличиваться с неизменной ставкой  $g$ . Также подразумевается, что требуемая процентная ставка (ставка дисконтирования) акции остается постоянной на уровне  $k$ .

Тогда текущая стоимость акции будет равна:

$$P = D * \frac{1 + g}{k - g}.$$

На практике  $P$  часто корректируется с учетом различных факторов, например, размера компании. Распространено использование упрощенного вида формулы

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

где  $D_1$  - дивиденд будущего года  $D_1 = D_0(1 + g)$ .

### **9. Модель переменного роста дивиденда.**

*Модель переменного роста (multiple-growth model).* Главная особенность данной модели - это период времени в будущем, обозначаемый через  $T$ , после которого ожидается, что дивиденды будут расти с постоянным темпом  $g$ . Вплоть до времени  $T$  для каждого периода инвестор

делает индивидуальный прогноз по величине дивидендов. Инвестор также прогнозирует наступление момента  $T$ . При определении курса обыкновенной акции с помощью модели переменного роста требуется вычислить приведенную стоимость прогнозируемого потока дивидендов. Это можно сделать следующим образом: разделить общий поток на две части, рассчитать приведенную стоимость каждой части и затем сложить вместе.

Приведенная стоимость дивидендов, выплачиваемых до периода  $T$ , определяется следующим образом:

$$P_{0(T-)} = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+i)^t} \quad (2.20)$$

Приведенная стоимость прогнозируемых дивидендов после момента времени  $T$  определяется с использованием модели постоянного роста:

$$P_{0(T+)} = D_T \cdot \left( \frac{1+g}{i-g} \right) \quad (2.21)$$

Общий расчет приведенной стоимости акции

$$P_0 = P_{0(T-)} + P_{0(T+)} = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+i)^t} + D_T \cdot \left( \frac{1+g}{i-g} \right) \quad (2.22)$$

Если инвестор предполагает в будущем продать акцию, то используется оценка акции с учетом конечного срока владения

$$P_0 = \left( \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{P_{pn}}{(1+i)^n} \right) \quad (2.23)$$

где  $P_{pn}$  - цена продажи акций в году  $n$ .

Инвесторы также применяют две модели дисконтирования дивиденда, получившие название двухэтапной и трехэтапной моделей. Двухэтапная модель предполагает, что до некоторого момента времени  $T$  существует одна постоянная ставка роста  $g_1$ , затем устанавливается другая ставка  $g_2$ . Трехэтапная модель предполагает, что одна постоянная ставка  $g_1$  действует

до некоторого времени  $T_1$ , затем начинает действовать вторая ставка до времени  $T_2$ , а после этого действует третья ставка. Обе эти модели являются частными случаями модели переменного роста.

### **Вопросы по теме 2:**

1. Дайте понятие внутренней (истинной, инвестиционной) стоимости ценной бумаги.
2. Опишите базовую модель оценки финансовых активов (DCF- модель).
3. Оценка стоимости облигаций компании.
4. Оценка привилегированных акций.
5. Оценка обыкновенных акций компании.
6. Использование модели дисконтируемых дивидендов для выявления внутренней стоимости акций.
7. Опишите модель нулевого роста дивидендов.
8. Опишите модель роста дивиденда постоянным темпом (модель Гордона).
9. Опишите модель переменного роста дивиденда.

### **Тест по теме 2:**

1. Воспроизводственная структура инвестиций в основной капитал это соотношение затрат:
  - а) на пассивную и активную часть основных фондов;
  - б) на новое строительство, реконструкцию и техническое перевооружение основных фондов;
  - в) на амортизацию, материалы и оплату труда;
  - г) на реальные, финансовые и интеллектуальные инвестиции.
2. Инвестиционная политика государства представляет со-бой систему мер государственного регулирования экономики, на-правленную:
  - а) на формирование благоприятного инвестиционного кли-мата и повышение эффективности использования бюджетных инвестиционных ресурсов;
  - б) на обеспечение роста объемов инвестиций в реальный сектор экономики;
  - в) на устранение отраслевых и региональных структурных диспропорций;

г) на формирование благоприятного инвестиционного климата.

3. К денежным потокам от инвестиционной деятельности относятся:

а) расходы на формирование оборотного капитала на инвестиционной стадии проекта;

б) поступления от продажи ценных бумаг;

в) выплаты дивидендов;

г) верны все варианты ответа;

д) все варианты ответа неверны.

## Лекция 3.

### Тема 3. Инвестированные решения корпорации относительно реальных активов.

**Аннотация.** Данная тема рассматривает различные инвестированные решения корпораций относительно реальных активов.

**Ключевые слова.** Инвестирование, денежный рынок, рынок капитала.

#### Методические рекомендации по изучению темы

- Тема содержит лекционную часть, где даются общие представления по теме;
- В качестве самостоятельной работы предлагается написать рефераты по особенностям ценных бумаг и выступить с устными докладами.
- Для проверки усвоения темы имеются вопросы к каждой лекции и тесты.

#### Рекомендуемые информационные ресурсы:

1. Анискин Ю.П. Управление инвестициями: учеб. пос. для вузов. - 3 - е изд., стер. - М.: Омега - Л, 2007. - 192 с.
2. Ахметзянов И. Р. Анализ инвестиций: методы оценки эффективности финансовых вложений/ под ред. Г. А. Маховиковой. - М.: Эксмо, 2007. - 272 с. - (Прицельные финансы).
3. Базовый курс по рынку ценных бумаг: учеб. пос./Ломтатидзе О.В. и др. - М.: Кнорус, 2010. - 448 с.
4. Басовский Л.Е., Басовская Е.Н. Экономическая оценка инвестиций: учеб. пос. для вузов. - М.: ИНФРА - М, 2007. - 241 с.
5. Зубченко А. А. Иностранные инвестиции: учеб. пос. - М.: Книгодел, 2008. - 160 с.
6. Инвестиции: учеб. пос. для вузов/ под ред. М.В. Чиченова. - М.: Кнорус, 2007. - 248 с.
7. Инвестиции: учебник для вузов/ под ред. В.В. Ковалева и др. - 2 - е изд.,

перераб. и доп. - М.: Проспект, 2010. - 592 с.

8. Инвестиции: учебник для вузов/ под ред. Г.П. Подшиваленко. - 2 - е изд., стер. - М.: Кнорус, 2009. - 496 с.

9. Инвестиционное проектирование : учебник для вузов / Р. С. Голов [и др.]. - М. : Дашков и К, 2010. - 368с

10. Инвестиционный менеджмент: учеб. пос. для вузов/ под ред. В.В. Мищенко. - 2 - е изд., перераб. и доп. - М.: Кнорус, 2008. - 400 с.

11. Мишин Ю.В. Инвестиции: учеб. пос. для вузов. - М.: Кнорус, 2008. - 288 с.

### **Список сокращений:**

Э- эффективность инвестиций

К- результат от вложений

З- инвестиционные затраты

ДП- денежный поток

IRR- внутренняя норма доходности инвестиций

NPV- чистая текущая стоимость доходов

WACC- средневзвешенная стоимость

APV- приведенная стоимость проекта

СС- себестоимость

MIRR- модифицированная внутренняя норма доходности

PI- коэффициент рентабельности

PP- срок окупаемости

SARM- метод оценки капитальных активов

ССМ- кумулятивный метод оценки премии за риск

### **Глоссарий.**

**Денежный рынок** — система экономических отношений по поводу предоставления денежных средств на срок до одного года. Система экономических отношений по поводу предоставления денежных средств на срок, превышающий один год получила название рынок капитала.

**Рынок капитала** – это часть финансового рынка, где формируется спрос и предложение на среднесрочный и долгосрочный заимобразный капитал.

**Инвестирование**- это вложение средств (денежных, трудовых) в настоящий момент в расчете получения отдачи в будущем.

**Инвестированные решения** – это решения по вложению денежных средств в соответствующие активы (капитальные, нематериальные и финансовые) с целью получения дохода от них в будущем.

**Вопросы для изучения:**

1. Понятие оценки инвестиций и основные аспекты финансового анализа проекта.
2. Принципы измерения затрат и результатов проекта инвестиций.
3. Чистый денежный поток в момент инвестирования.
4. Приток денежных средств в течении реализации проекта.
5. Завершающий поток денежных средств.
6. Формирование бюджета капиталовложений.
7. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов, их сравнительная характеристика.
8. Метод окупаемости проекта.
9. Метод учетной балансовой прибыли.
10. Преимущества метода чистой приведенной стоимости по сравнению с другими подходами, характерными для инвестиционного анализа.
11. Метод внутренней нормы рентабельности проекта, особенности его

расчета и применения.

12.Сопоставление методов оценки по чистой приведенной стоимости и внутренней норме рентабельности.

13.Метод чистой приведенной стоимости. (Net Present Value, NPV)

14.Внутренняя доходность (норма рентабельности) (Internal Rate of Return, IRR)

15.Модифицированная внутренняя норма рентабельности.

16.Использование индекса рентабельности в оценке привлекательности инвестиционных проектов.

17.Проблемы интерпретации оценки инвестиционных решений.

18.Ограниченность и недостатки классической модели метода чистой приведенной стоимости.

19. Учет фактора риска в инвестиционном проектировании.

20.Подходы к определению ставки дисконтирования: теория и практика.

21.Особенности расчета ставки дисконтирования в российских условиях.

22.Анализ инвестиционных проектов в условиях инфляции.

23.Взаимосвязь инвестиционных решений и решений по финансированию.

24.Использование преимуществ проектного финансирования в инвестиционном анализе.

## **1. Понятие оценки инвестиций и основные аспекты финансового анализа проекта.**

Инвестиции представляют собой долгосрочные вложения финансовых и экономических ресурсов с целью получения доходов и (или) иных благ (социальных, экологических, образовательных, инфраструктурных и других) в будущем .

Под неопределенностью в общем смысле понимается неполнота и неточность информации об условиях, связанных с исполнением отдельных плановых решений, за которыми могут стоять определенные потери или в некоторых случаях дополнительные выгоды.

Если говорить об основных причинах неопределенности параметров проекта, то можно выделить следующие:

- неполнота и неточность проектной информации о составе, значениях, взаимном влиянии и динамике наиболее существенных технических, технологических или экономических параметров проекта;

- ошибки в расчетах параметров проекта, обусловленные упрощениями при формировании моделей сложных технических и организационно-экономических систем;

- производственно-технический риск;

- колебания рыночной конъюнктуры, цен, валютных курсов, и т.д.;

- неопределенность политической ситуации, риск неблагоприятных социально-политических изменений в стране и регионе;

- риск, связанный с нестабильностью экономического законодательства и текущей экономической ситуации, условий инвестирования и использования прибыли.

Инвестиционные риски отражают вероятность потери части доходов, благ, средств, собственности при реализации инвестиционных проектов, функционировании производств, компаний, фондов, организаций, при инвестиционных сделках.

Инвестиционный риск - это риск обесценивания капиталовложений, опасность потери инвестиций (или неполучения полной отдачи от них), обесценения вложений и возникновения непредвиденных финансовых потерь (утрата доходов, капитала, снижение прибыли) в ситуации неопределённости условий инвестирования средств в экономику.

Риск, как событие, либо происходит, либо нет. В случае его возникновения возможны три экономических результата:

- отрицательный (убыток, проигрыш, ущерб);
- нулевой;
- положительный (выгода, выигрыш, прибыль).

Рискованной ситуации сопутствуют три важнейших условия: неопределённость, вероятностный исход и альтернативность. Вероятностный же исход из рискованной ситуации в свою очередь может быть: желаемым или счастливым, благополучным, но не совсем и неблагоприятным или полным крахом.

## **2. Принципы измерения затрат и результатов проекта инвестиций.**

Эффективность инвестиций (Э) определяется соотношением результата от вложений (К) и инвестиционных затрат (З). Для определения эффективности инвестиций в какой-либо объект или *предприятие* разрабатывается инвестиционный проект, в котором дается обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе описание проекта строительного объекта и практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план).

В соответствии с Методическими рекомендациями по оценке эффективности инвестиционных проектов, утвержденными Постановлением Госстроя РФ от 21 июня 1999 г. № ВК 477, рекомендуется оценивать следующие виды эффективности: эффективность проекта в целом и эффективность участия в проекте. Эффективность проекта в целом

оценивается с целью определения потенциальной привлекательности проекта для возможных участников и поисков источников финансирования. Показатели эффективности проекта в целом характеризуют проектные решения объекта строительного *производства* с экономической точки зрения. Эффективность проекта в целом включает общественную социально-экономическую эффективность проекта и коммерческую эффективность проекта.

### **3. Чистый денежный поток в момент инвестирования.**

Денежный поток — разница между доходами и издержками экономического субъекта (как правило, речь идет о фирме), выраженная в разнице между полученными и сделанными платежами. В целом это сумма нераспределенной прибыли фирмы и ее амортизационных отчислений, сберегаемых для формирования собственного источника денежных средств на будущее обновление основного капитала. Классификация денежных потоков:

По масштабам обслуживания хозяйственного процесса:

- По предприятию в целом;
- По отдельным структурным подразделениям;
- По отдельным хозяйственным операциям.

По видам хозяйственной деятельности:

- По операционной деятельности (производственной, основной);
- По инвестиционной деятельности;
- По финансовой деятельности;

По направлению движения денежных средств:

- Положительный денежный поток — приток денежных средств;
- Отрицательный денежный поток — отток денежных средств.

### **4. Приток денежных средств в течении реализации проекта.**

Существует несколько методов оценки привлекательности инвестиционных проектов и соответственно несколько основных показателей эффективности генерируемых проектами денежных потоков. Каждый метод в своей основе имеет один и тот же принцип: **в результате реализации**

**проекта предприятие должно получить прибыль.**

**Первым** этапом анализа эффективности любого инвестиционного проекта — расчет требуемых капитальных вложений и прогноз будущего денежного потока, генерируемого данным проектом.

Базой для расчетов всех показателей эффективности инвестиционных проектов является вычисление **чистого потока денежных средств**, который определяется как разность текущих доходов (приток) и расходов (отток), связанных с реализацией инвестиционного проекта и измеряемых количеством денежных единиц в единицу времени (денежная единица/ единица времени).

### **5. Завершающий поток денежных средств.**

Денежные потоки представляют собой совокупность поступлений и выплат денежных средств в процессе операционной, инвестиционной и финансовой деятельности компании.

Денежные потоки от основной деятельности связаны с текущими операциями по поступлению выручки от реализации, оплатой счетов поставщиков, получением краткосрочных кредитов и займов, выплатой заработной платы, расчетами с бюджетом.

Денежные потоки (оттоки) в процессе инвестиционной деятельности, как правило, направлены на приобретение основных средств, нематериальных активов.

Денежные потоки от финансовой деятельности — поступления и выплаты денежных средств, связанные с привлечением дополнительного акционерного или паевого капитала, получением долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов, уплатой в денежной форме дивидендов и процентов по вкладам собственников, и некоторые другие денежные потоки, связанные с осуществлением внешнего финансирования хозяйственной деятельности организации.

По направленности движения денежных средств выделяют два

основных вида денежных потоков:

- *положительный денежный поток*, характеризующий совокупность поступлений денежных средств на предприятие от всех видов хозяйственных операций (в качестве аналога этого термина используется термин <приток денежных средств>);
- *отрицательный денежный поток*, характеризующий совокупность выплат денежных средств предприятием в процессе осуществления всех видов его хозяйственных операций (в качестве аналога этого термина используется термин <отток денежных средств>).

### **6.Формирование бюджета капиталовложений.**

Бюджет капиталовложений – это форма образования и расходования фонда денежных средств хозяйствующего предприятия, предназначенных для финансового обеспечения затрат на строительство, приобретение и восстановление основных средств.

При формировании бюджета капиталовложений принято использовать 2-а подхода:

1) Формирование на основе применения критерия «Внутренняя норма доходности». Данный подход предполагает упорядочение все допустимые проекты по убыванию внутренней нормы доходности инвестиций (IRR) и при этом отбираются для реализации только те проекты, в которых внутренняя норма доходности больше стоимости капитала.

2) Формирование на основе применения критерия «Чистый приведенный доход». Данный подход предполагает прогнозную оценку изменения экономического потенциала компании, в рамках конкретного проекта основанного на определении чистого приведенного дохода (NPV).

В процессе составления бюджета (плана) компания может использовать две альтернативных схемы организации работ по его составлению:

- по методу break-down (сверху-вниз);
- по методу build-up (снизу-вверх).

По методу break-down работа по составлению бюджета начинается "сверху", т.е. руководство компании определяет цели и задачи, например плановые показатели по прибыли.

По методу build-up работа по составлению бюджета начинается "снизу". Например, расчет показателей реализации начинают отдельные сбытовые подразделения, и затем уже руководитель отдела реализации компании сводит эти показатели в единый бюджет (план), который впоследствии может войти составной частью в общий бюджет (план) кампании.

Методы break-down и build-up представляют две противоположные организационные схемы.

### **7. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов, их сравнительная характеристика.**

В экономической литературе западноевропейских стран и США отмечены как преимущества, так и недостатки метода оценки инвестиций исходя из срока их окупаемости, без дисконтирования. Эти преимущества метода окупаемости инвестиций заключаются в том, что:

- \* он прост в применении;
- \* в расчет срока окупаемости принимается экономически оправданный срок использования инвестиционного проекта;
- \* нет необходимости использовать метод дисконтирования, что позволяет увязать денежные потоки с данными бухгалтерского учета и отчетности.

Преимущество метода окупаемости заключается в том, что он является приблизительной мерой риска, когда неопределенной может быть только продолжительность существования проекта.

Вторым методом оценки инвестиций без дисконтирования денежных потоков является метод с использованием расчетной нормы прибыли, известный под названием «прибыль на капитал». Сущность этого метода состоит в определении соотношения между доходом от реализации

инвестиционного проекта и вложенным капиталом (инвестициями на реализацию проекта), или в расчете процента прибыли на капитал.

### **8.Метод окупаемости проекта.**

Анализ эффективности инвестиций подразумевает выбор наилучших инвестиционных проектов, обеспечивающих в будущем получение прибыли, оправдывающей производственные затраты.

Методы оценки эффективности инвестиций подразделяют в зависимости от учета фактора времени.

Методы не учитывающие фактор времени – это простейшие оценки, которые могут использоваться на предварительных этапах подготовки инвестиционных проектов. Примером таких методов служат - метод окупаемости, метод срока окупаемости, метод учетной нормой прибыли.

**Метод окупаемости инвестиций** рассчитывает промежуток времени, который необходим для того, чтобы инвестиция со средними потоками платежей (разницей между доходами и расходами) полностью окупилась.

*Метод окупаемости заключается* в определении чистой отдачи - превышения суммы поступлений денежных средств, получаемых от реализации проекта, над платежами по нему за время осуществления проекта. Предпочтение может быть отдано проекту, который обеспечивает большее отношение чистой отдачи к сумме

Простой( бездисконтный) метод окупаемости проекта основан на том, что определяется количество лет ( или месяцев), необходимых для полного возмещения первоначальных капитальных затрат.

Основной недостаток метода окупаемости в том, что не растет величина денежных потоков после срока окупаемости; следовательно, при помощи данного метода нельзя измерить рентабельность.

Достоинство метода окупаемости — его простота. На практике этот метод употребляется достаточно часто, хотя при этом не учитывается временная стоимость денег.

Преимущества:

1. Он прост в вычислении.
2. Он понятен.
3. Он основывается на потоках денежных средств, а не на учетных прибылях.
4. Он отдает предпочтение краткосрочным проектам, что помогает уменьшить элемент риска, потому что чем больше временные рамки проекта, тем больше риск. Следовательно, это хороший способ минимизации риска в предприятии.
5. Иногда рассматривается как заменитель меры риска, чем короче период окупаемости, тем меньше риск. Концептуально это неправильно, хотя интуитивно напрашивается.

### 9.Метод учетной балансовой прибыли.

Балансовая прибыль включает в себя финансовые результаты от реализации продукции, работ и услуг, от прочей реализации, доходы и расходы от внереализационных операций (рис. 20.1).



Рис. 20.1. Блок-схема факторного анализа балансовой прибыли

Налогооблагаемая прибыль - это разность между балансовой прибылью и суммой прибыли, облагаемой налогом на доход (по ценным бумагам и от долевого участия в совместных предприятиях), а также суммы льгот по налогу на прибыль в соответствии с налоговым законодательством, которое периодически изменяется.

Чистая прибыль - это та прибыль, которая остается в распоряжении предприятия после уплаты всех налогов, экономических санкций и отчислений в благотворительные фонды.

Действующие нормативные акты допускают следующие методы регулирования прибыли субъектом хозяйствования.

1.Изменение стоимостных границ отнесения имущества к основным средствам или к малоценным и быстроизнашивающимся предметам, что влечет за собой изменение суммы текущих затрат и прибыли в связи с различными способами начисления износа по основным средствам и по МБП.

2.Изменение метода начисления износа по малоценным и быстро изнашивающимся предметам.

3.Использование метода ускоренной амортизации по активной части основных средств также приводит к увеличению себестоимости продукции и уменьшению суммы прибыли, а следовательно, и налогов на прибыль.

4.Применение различных методов оценки нематериальных активов и способов начисления амортизации по ним.

5. Выбор метода оценки потребленных производственных запасов (NIFO, FIFO, LIFO).

6.Изменение порядка списания затрат по ремонту основных средств на себестоимость продукции (по фактическим затратам или равномерными частями за счет созданного ремонтного фонда).

7.Изменение сроков погашения расходов будущих периодов, сокращение которых ведет к росту себестоимости продукции отчетного

периода.

8.Изменение метода определения прибыли от реализации продукции (по моменту отгрузки продукции или моменту ее оплаты).

### **10.Преимущества метода чистой приведенной стоимости по сравнению с другими подходами, характерными для инвестиционного анализа.**

Один метод предусматривает использование средневзвешенной стоимости капитала фирмы (weighted average cost of capital — WACC), а второй — вычисление скорректированной приведенной стоимости проекта (adjusted present value — APV). В сущности, APV представляет собой общее теоретическое правило, которое включает в себя метод WACC как частный случай.

Когда речь идет о каком-либо капиталовложении, то подразумевается определенное взаимодействие инвестиций и финансирования. Как правило, пока фирма поддерживает относительно постоянное соотношение собственных и заемных средств и инвестирует в проекты, подобные уже существующим у нее, метод WACC довольно точно отображает привлекательность предложения. Основное преимущество метода WACC заключается в том, что он достаточно прост для понимания и широко используется.

Методом APV охотно пользуются в научных кругах, но в практическом бизнесе он применяется довольно редко.

### **11.Метод внутренней нормы рентабельности проекта, особенности его расчета и применения.**

Основными критериями оценки инвестиционных проектов являются доходность, рентабельность и окупаемость. В зарубежной практике для оценки эффективности инвестиционных проектов используются пять основных методов:

1) методы, основанные на дисконтировании, позволяющие рассчитать

следующие показатели:

- чистая текущая стоимость (чистый приведенный эффект) (NPV);
- индекс рентабельности инвестиций (PI);
- внутренняя норма рентабельности инвестиций (IRR);

2) методы, основанные на учетных оценках, позволяющие рассчитать следующие показатели:

- срок окупаемости проекта (PP);
- коэффициент эффективности инвестиций (ARR).

В российской практике для оценки эффективности инвестиционных проектов используются следующие методы.

1. Метод расчета чистой текущей стоимости позволяет определить чистый доход от проекта, который представляет собой разницу между суммой дисконтированных потоков денежных средств, генерируемых проектом, и общей суммой инвестиций.

Чистая текущая стоимость = приведенная стоимость денежных потоков от проекта - общая сумма инвестиций.

Применение данного метода позволяет получить наиболее точные результаты в том случае, если колебания дисконтной ставки в период реализации проекта незначительны. Аналогичный метод в западной практике называется методом расчета чистой текущей стоимости (или чистой приведенной стоимости) (Net present value — NPV), под которой понимается разница между общей суммой дисконтированных потоков будущих поступлений денежных средств, генерируемых данным проектом, и общей суммой инвестиций (invest cost — IC).

$$NPV = \sum_{i=1}^n FV_n \frac{1}{(1+r)^n} - IC$$

где  $\Sigma FV_n$  — общая сумма будущих поступлений от проекта;

$r$  — доходность проекта, приемлемый и возможный для инвестора ежегодный процент возврата может быть равен стоимости привлеченных

источников финансирования проекта;

IC — сумма инвестиций.

2. Метод расчета индекса доходности позволяет определить доход на единицу затрат. Считается, что результаты применения данного метода уточняют результаты применения метода чистой текущей стоимости. Показатель рентабельности представляет собой отношение текущей стоимости денежных потоков, генерируемых проектом, к общей сумме первоначальных инвестиций. Аналогичный в западной практике метод называется методом расчета индекса рентабельности инвестиций (profitability index — PI).

Формула расчета индекса рентабельности инвестиций имеет следующий вид:

$$PI = \sum_{i=1}^n \frac{FV}{(1+r)^n} : IC$$

3. Метод расчета внутренней нормы рентабельности проекта (или маржинальной эффективности капитала) позволяет определить максимально возможный уровень затрат на капитал, ассоциируемых с проектом. Внутренняя норма рентабельности представляет собой ставку доходности, при которой чистая приведенная стоимость денежных потоков от проекта равна нулю.

Внутренняя норма рентабельности = (чистая текущая стоимость / текущая стоимость первоначальных инвестиций) • 100%

Аналогичный метод в западной практике называется методом расчета нормы рентабельности инвестиций (внутренняя норма прибыли, internal rate of return — IRR) и используется в двух целях:

1) определение допустимого уровня процентных расходов в случае финансирования проекта за счет привлеченных средств;

2) подтверждение оценки проектов, полученной в результате использования методов расчета чистой текущей стоимости (NPV) и индекса

рентабельности инвестиций (PI).

Под нормой рентабельности инвестиций (IRR) понимается такое значение доходности ( $r$ ), при которой чистая текущая стоимость (NPV), являющаяся функцией от ( $r$ ), равна нулю.

$IRR = r$ , при которой  $NPV (f(r)) = 0$ .

Формула расчета нормы рентабельности инвестиций (IRR) имеет следующий вид:

$$IRR = r_1 + \frac{r_1}{f(r_1) - (r_2)} (r_2 - r_1)$$

Из формулы следует, что для получения показателя IRR необходимо предварительно рассчитать показатель чистой текущей стоимости при разных значениях процентной ставки.

4. Модифицированный метод расчета внутренней нормы рентабельности позволяет получить более точные результаты. При расчете чистой текущей стоимости денежные потоки дисконтируются по ставке, равной средневзвешенной стоимости авансированного капитала.

Внутренняя норма рентабельности = (чистая текущая стоимость, рассчитанная на основе ставки дисконтирования, равной средневзвешенной стоимости авансированного капитала) • 100% / (сумма первоначальных инвестиций).

5. Метод расчета срока окупаемости инвестиций. Под сроком окупаемости инвестиций понимается срок, по истечении которого общая сумма поступления от проекта станет равной общей сумме вложенных средств.

## **12.Сопоставление методов оценки по чистой приведенной стоимости и внутренней норме рентабельности.**

Метод расчета чистого приведенного дохода (NPV). Данный метод основан на сопоставлении величины исх.инвестиций с общей суммой дисконтированных денежных поступлений, прогнозируемых в течение

исполнения проекта. При разовой инвестиции. В случае неоднократного инвестирования. Если  $NPV > 0$  проект прибыльный и стоит принять. Если  $NPV = 0$  проект не прибыльный и не убыточный. Если  $NPV < 0$  проект убыточный и принимать не стоит. 2. Метод расчета внутренней нормы прибыли (iRR). Под внутренней нормой прибыли понимают значение коэффициента дисконтирования  $r$  при котором  $NPV = 0$ . Она отражает размер дохода в расчете на единицу инвестиционных вложенных.

### 13. Метод чистой приведенной стоимости. (Net Present Value, NPV)

Этот метод основан на сопоставлении величины исходной инвестиции (IC) с общей суммой дисконтированных чистых денежных поступлений, генерируемых ею в течение прогнозируемого срока. Поскольку приток денежных средств распределен во времени, он дисконтируется с помощью коэффициента  $r$ , устанавливаемого аналитиком (инвестором) самостоятельно исходя из ежегодного процента возврата, который он хочет или может иметь на инвестируемый им капитал. Допустим, делается прогноз, что инвестиция (IC) будет генерировать в течение  $n$  лет, годовые доходы в размере  $P_1, P_2, \dots, P_n$ . Общая накопленная величина дисконтированных доходов (PV) и чистый приведенный эффект (NPV) соответственно рассчитываются по формулам:

$$PV = \sum_k \frac{P_k}{(1+r)^k}, \quad (2.4.)$$

$$NPV = \sum_k \frac{P_k}{(1+r)^k} - IC. \quad (2.5.)$$

Очевидно, что если:  $NPV > 0$ , то проект следует принять;  $NPV < 0$ , то проект следует отвергнуть;  $NPV = 0$ , то проект ни прибыльный, ни убыточный.

Если проект предполагает не разовую инвестицию, а последовательное

инвестирование финансовых ресурсов в течение  $m$  лет, то формула для расчета  $NPV$  модифицируется следующим образом:

$$NPV = \sum_{i=1}^n \frac{P_i}{(1+r)^i} - \sum_{j=1}^n \frac{IC_j}{(1+i)^j}, \quad (2.6.)$$

где  $i$  — прогнозируемый средний уровень инфляции.

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

**Необходимо отметить**, что показатель  $NPV$  отражает прогнозную оценку изменения экономического потенциала предприятия в случае принятия рассматриваемого проекта.

#### **14. Внутренняя доходность (норма рентабельности)**

##### **(Internal Rate of Return, IRR)**

Под **Внутренней доходностью (нормой рентабельности инвестиции) (IRR)** понимают значение коэффициента дисконтирования, при котором  $NPV$  проекта равен нулю:

$$IRR = r, \text{ при котором } NPV = f(r) = 0.$$

Смысл расчета этого коэффициента при анализе эффективности планируемых инвестиций заключается в следующем: **IRR** показывает максимально допустимый относительный уровень расходов, которые могут быть ассоциированы с данным проектом.

**Экономический смысл** этого показателя заключается в следующем: предприятие может принимать любые решения инвестиционного характера, уровень рентабельности которых не ниже текущего значения показателя  $CC$  (или цены источника средств для данного проекта, если он имеет целевой

источник). Именно с ним сравнивается показатель IRR, рассчитанный для конкретного проекта, при этом связь между ними такова.

Если:  $IRR > CC$ , то проект следует принять;  
 $IRR < CC$ , то проект следует отвергнуть;  
 $IRR = CC$ , то проект ни прибыльный, ни убыточный.

Практическое применение данного метода осложнено, если в распоряжении аналитика нет специализированного финансового калькулятора. В этом случае применяется метод последовательных итераций с использованием табулированных значений дисконтирующих множителей. Для этого с помощью таблиц выбираются два значения коэффициента дисконтирования  $r_1 < r_2$  таким образом, чтобы в интервале  $(r_1, r_2)$  функция  $NPV=f(r)$  меняла свое значение с "+" на "-" или с "-" на "+". Далее применяют формулу

$$IRR = r_1 + \frac{f(r_1)}{f(r_1) - f(r_2)} \cdot (r_2 - r_1), \quad (2.7.)$$

где  $r_1$  — значение табулированного коэффициента дисконтирования, при котором  $f(r_1) > 0$  ( $f(r_1) < 0$ );  
 $r_2$  — значение табулированного коэффициента дисконтирования, при котором  $f(r_2) < 0$  ( $f(r_2) > 0$ ).

**Точность вычислений обратно пропорциональна длине интервала  $(r_1, r_2)$** , а наилучшая аппроксимация с использованием табулированных значений достигается в случае, когда длина интервала минимальна (равна 1%), т.е.  $r_1$  и  $r_2$  - ближайшие друг к другу значения коэффициента дисконтирования, удовлетворяющие условиям (в случае изменения знака функции с "+" на "-"):

$r_1$  — значение табулированного коэффициента дисконтирования, минимизирующее положительное значение показателя NPV, т.е.  $f(r_1) = \min\{f(r) > 0\}$ ;

$r_2$  — значение табулированного коэффициента дисконтирования, максимизирующее отрицательное значение показателя NPV, т.е.

$$f(r_2) = \max_r \{f(r) < 0\}.$$

Путем взаимной замены коэффициентов  $r_1$  и  $r_2$  аналогичные условия выписываются для ситуации, когда функция меняет знак с "-" на "+".

### 15. Модифицированная внутренняя норма рентабельности.

MIRR - скорректированная с учетом нормы реинвестиции внутренняя норма доходности.

Порядок расчета модифицированной внутренней нормы доходности MIRR:

1. Рассчитывают суммарную дисконтированную стоимость всех денежных оттоков и суммарную наращенную стоимость всех притоков денежных средств.

Дисконтирование осуществляют по цене источника финансирования проекта (стоимости привлеченного капитала, ставке финансирования или требуемой нормы рентабельности инвестиций, Capital Cost, CC или WACC), т.е. по барьерной ставке. Нарращение осуществляют по процентной ставке равной уровню реинвестиций.

Нарращенную стоимость притоков называют чистой терминальной стоимостью (Net Terminal Value, NTV).

2. Устанавливают коэффициент дисконтирования, учитывающий суммарную приведенную стоимость оттоков и терминальную стоимость притоков. Ставку дисконта, которая уравнивает настоящую стоимость инвестиций (PV) с их терминальной стоимостью, называют MIRR.

Формула для расчета модифицированной внутренней нормы доходности (MIRR):

$$\sum_{t=0}^n \frac{I_t}{(1+r)^t} = \frac{\sum_{t=1}^n CF_t * (1+d)^{n-t}}{(1+MIRR)^n}$$

MIRR - модифицированная внутренняя норма доходности,  
 $CF_t$  - приток денежных средств в периоде  $t = 1, 2, \dots, n$ ;  
 $I_t$  - отток денежных средств в периоде  $t = 0, 1, 2, \dots, n$  (по абсолютной

величине);

$r$  - барьерная ставка (ставка дисконтирования), доли единицы;

$d$  - уровень реинвестиций, доли единицы (процентная ставка, основанная на возможных доходах от реинвестиции полученных положительных денежных потоков или норма рентабельности реинвестиций);

$n$  - число периодов.

### **16.Использование индекса рентабельности в оценке привлекательности инвестиционных проектов.**

Привлекательность инвестиционного проекта и, в частности, недвижимости оценивается по большому числу факторов и критериев, таких как

- ситуация на рынке инвестиций;
- состояние финансового рынка;
- профессиональные интересы и навыки инвестора;
- финансовая состоятельность проекта;
- геополитический фактор и т. д.

Различают простые (статические) и усложненные методы оценки, основанные на теории временной стоимости денег.

Экономическая оценка проекта характеризует его привлекательность в сравнении с другими альтернативными инвестициями. Оценка инвестиционных проектов с учетом временного фактора основана на использовании следующих показателей:

- 1) срока окупаемости ( $PP$ );
- 2) чистой текущей стоимости доходов ( $NPV$ );
- 3) ставки доходности проекта (коэффициент рентабельности) ( $PI$ );
- 4) внутренней ставки доходности проекта ( $IKK$ );
- 5) модифицированной ставки доходности проекта ( $MIRR$ ).

### **17.Проблемы интерпретации оценки инвестиционных решений.**

Метод оценки эффективности инвестиционного проекта на основе

чистой приведенной стоимости позволяет принять управленческое решение о целесообразности реализации проекта исходя из сравнения суммы будущих дисконтированных доходов с издержками, необходимыми для реализации проекта (капитальными вложениями).

Индекс доходности — это отношение приведенных денежных доходов к приведенным на начало реализации проекта инвестиционным расходам. Если индекс доходности больше 1, то проект принимается. При индексе доходности меньше 1 проект отклоняется.

Внутренняя норма прибыли представляет собой ту расчетную ставку процента (ставку дисконтирования), при которой сумма дисконтированных доходов за весь период реализации инвестиционного проекта становится равной сумме первоначальных затрат (инвестициям). Эту норму можно трактовать как максимальную ставку процент, под которой фирма может взять кредит для финансирования проекта с помощью заемного капитала.

Расчет аннуитета чаще всего сводится к вычислению общей суммы затрат на приобретение по современной общей стоимости платежа, которые затем равномерно распределяются на всю продолжительность инвестиционного проекта.

Эффективность разрабатываемого инвестиционного проекта зависит от оценки ряда финансовых показателей, среди которых:

Срок окупаемости инвестиций является одним из показателей эффективности инвестиционного проекта. Метод исчисления этого показателя наиболее часто используется для конкурсной оценки рациональности инвестиционного проекта. Задача данного метода — определить продолжительность срока, в процессе которого будет осуществляться покрытие инвестиций. Данный показатель легко высчитывается и не принимает во внимание доходы, полученные вне рамок установленного временного периода. Согласно сроку окупаемости, проекты подразделяются на краткосрочные и долгосрочные. Основной недостаток показателя срока

окупаемости как меры эффективности, рассчитываемого в форме, не отражающей временную ценность денег, заключается в том, что он не учитывает весь период функционирования инвестиций и, следовательно, не учитывает различий в цене денежных поступлений после окончания возврата инвестиций. Поэтому этот показатель должен использоваться в качестве ограничения при принятии решений, а не как критерий выбора. Однако недоучет различий цены денег во времени легко устраним. Для этого необходимо лишь рассчитать каждое из слагаемых кумулятивной суммы денежных доходов с использованием коэффициента дисконтирования.

Дисконтированный срок окупаемости инвестиций (показатели эффективности инвестиционного проекта) – это срок окупаемости вложенных инвестиций с учетом момента времени. Показатель определяется с использованием следующей формулы: эффективный денежный поток на  $i$ -ом интервале планирования делится на сумму  $1 +$  ставка дисконтирования, умножается на дисконтированный срок окупаемости и все это равно 0.

$$k d = \frac{1}{(1+i)^n}$$

Внутренняя норма доходности. Показатель внутренней нормы доходности также является показателем эффективности инвестиционного проекта и рассчитывается по специальной формуле путем итеративного подбора размера ставки дисконтирования, при которой чистая ценность инвестиционного проекта будет равна нулю и представляет собой модель, когда инвестиции при окупаемости, не приносят прибыль. На величину показателя оказывают влияние внутренние условия доходности, так как ее размер уравнивается с необходимой нормой прибыли на инвестирование. При внутренней норме доходности равной (или большей) норме прибыли на капитал, инвестирование проекта является экономически оправданным. Недостатки данного метода состоят в том, что существует большая зависимость от выбранной в качестве ставки сравнения величины чистой прибыли, не учитывается ценность будущих поступлений и расчетная

норма прибыли играет роль средней за весь период.

Чистая приведенная стоимость или чистая текущая стоимость проекта (NPV) является оценочным критерием инвестиционного проекта. Стоимость будущих денежных вливаний рассчитывается за вычетом инвестиционных денежных потоков, но с учетом дисконтированного срока возврата капиталовложений. Чистая приведенная стоимость проекта в виде формулы выглядит так:

$$\text{ЧПД} = \sum PV - \sum I, \text{ где}$$

PV – настоящая стоимость,

I – стоимость инвестиций.

Инвестиционный проект считается эффективным при положительном значении NPV. Однако в реальных условиях приходится делать поправку и на риск.

Индекс рентабельности (индекс доходности, индекс прибыльности) позволяет определить относительную эффективность вложений. Данный критерий определяется по специальной формуле и является итогом деления показателя чистой указанной стоимости проекта на показатель полных инвестиционных затрат на него:

$$I_{\text{пр}} = \frac{\sum PV}{\sum I}$$

Проект принимается, если индекс больше единицы. При рассмотрении проекты компонуются по уменьшению показателя индекса (в порядке снижения инвестиционной привлекательности).

Точка безубыточности – экономический показатель эффективности инвестиционного проекта, который характеризует объем выпускаемой продукции, при котором размер доли прибыли от реализации товара или услуг будет равен производственным затратам. То есть, фактически, на этой точке функционирования производство не приносит прибыль, но и не несет потери. На конкурентоспособность предприятия будет указывать более низкий

показатель. При этом следует отметить, что просчитанная цифра будет характеризовать риск предпринимательской деятельности без учета налоговых взносов.

$$T_{ок1} = - \sum I + PV1 ;$$

$$T_{ок2} = - T_{ок1} + PV2 ;$$

$$T_{ок3} = - T_{ок2} + PV3 \text{ и так далее.}$$

Коэффициент финансовой зависимости (показатели эффективности инвестиционного проекта) указывает на зависимость предприятия от внешних займов. Схема расчета предполагает соотношение показателей доли заемных средств к показателю совокупного актива. Значительный коэффициент указывает на большую долю займов у предприятия, а это характерный показатель высокого риска неплатежеспособности и потенциального денежного дефицита у предприятия.

Операционный леверидж (рычаг) – показатель, характеризующий количественную степень изменения прибыли соответственно изменению объемов реализации.

Коэффициент финансовой автономии – это показатель доли активов предприятия, которые обеспечены собственными средствами.

Коэффициент финансового риска – процентное отношение собственного капитала компании к заемному (показатель эффективности инвестиционного проекта). Предприятие будет считаться финансово независимым, чем меньше его коэффициент финансового риска, т.е. ближе к «0».

Коэффициент финансовой устойчивости – это размер собственного капитала предприятия и его заемной доли в общем капитале предприятия, т.е. показатель степени зависимости от источников кредитования. Исчисляется в виде отношения процента собственного капитала к заемному. Предприятие считается более финансово независимым, чем выше этот показатель.

Отличие данных показателей от показателей при расчете коммерческой

эффективности состоит в разности затрат, а следовательно, и от результатов реализации проекта для каждого участника в отдельности в соответствии с его долей,

### **18. Ограниченность и недостатки классической модели метода чистой приведенной стоимости.**

Данный метод, как это следует из его названия, основан на использовании понятия чистого современного значения стоимости (Net present Value) проекта:  
 $NPV = -I + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$ , где  $I$  - сумма первоначальных капиталовложений;  $CF_t$  - чистый денежный поток за период  $t$ ;  $r$  - стоимость капитала, привлеченного для инвестирования проекта.

Критерий чистой приведенной стоимости обладает и достоинствами, и недостатками. Очевидное достоинство данного подхода проявляется в том, что этот критерий является абсолютным, а, следовательно, учитывающим масштабы инвестирования. Это позволяет рассчитывать прирост стоимости компании, являющейся ее основной целью. Однако из этого достоинства вытекают и его основные недостатки. Первый заключается в том, что величину NPV сложно, а в ряде случаев невозможно нормировать. Например, NPV некоторого проекта составляет 200 000 USD. Много это или мало? Ответить на этот вопрос весьма сложно, тем более если рассматривается безальтернативный проект. Вторым недостатком связан тем, что NPV в явном виде не показывает, какими инвестиционными усилиями достигается тот или иной результат. Хотя в расчете NPV размер инвестиций и учитывается, относительное сопоставление инвестиционных затрат с полученными результатами не проводится. И, наконец, третий недостаток критерия NPV связан с тем, что для инвестора (и, естественно, не только для него), важно располагать информацией о сроке окупаемости осуществленных инвестиционных затрат.

## **19. Учет фактора риска в инвестиционном проектировании.**

При разработке проекта в проектные материалы закладываются технические, технологические, экономические или иные параметры, характеризующие "свойства" объекта инвестирования и условия его реализации. Неопределенность некоторых из них связана с тем, что на момент их включения в проектные материалы они экономически неизмеримы по следующим причинам:

-параметры относятся к будущему периоду, который еще не наступил (например, это цена продукции в следующем году);

-параметры относятся к настоящему или к прошлому периоду, но на момент включения их в проектные материалы они еще не измерены.

Причины неопределенности параметров проекта обуславливаются следующими факторами:

– неполнота или неточность проектной информации о составе, значениях, взаимном влиянии и динамике наиболее существенных технических, технологических или экономических параметров объектов;

– ошибки в расчетах

– параметров проекта, обусловленные неправомерной экстраполяцией на будущее данных и зависимостей, имевших место в прошлом;

– ошибки в расчетах финансово-экономических параметров проекта, обусловленные упрощениями при моделировании сложных технических или организационно-экономических систем;

– производственно-технологический риск (аварии и отказы оборудования, производственный брак и т. п.);

– колебания рыночной конъюнктуры, цен, валютных курсов и т. п.;

– неполнота или неточность информации о финансовом положении и деловой репутации предприятий-участников (возможность неплатежей, банкротств, срывов договорных обязательств);

- неопределенность целей, интересов и поведения участников;
- неопределенность природно-климатических условий, возможность стихийных бедствий;
- неопределенность политической ситуации, риск неблагоприятных социально-политических изменений в стране или регионе;
- риск, связанный с нестабильностью экономического законодательства и текущей экономической ситуации, условий инвестирования и использования прибыли.

Подобные факторы характерны для любых инвестиционных проектов. В зависимости от того, какие именно значения примут соответствующие характеристики, реализация проекта будет происходить по-разному. Поэтому можно сказать, что проект может реализоваться в разных условиях.

## **20. Подходы к определению ставки дисконтирования: теория и практика.**

В современной экономической теории и практике вопрос определения ставки дисконтирования является актуальным, так как величина ставки дисконтирования - один из наиболее значимых параметров, от которых зависит принятие ключевых решений при выборе инвестиционного проекта.

От выбора ставки дисконтирования зависит конечный результат расчета показателей эффективности проектов: чистая приведенная стоимость, внутренняя норма доходности, индекс рентабельности инвестиции, коэффициент рентабельности инвестиций.

Наиболее часто при инвестиционных расчетах ставка дисконтирования определяется как средневзвешенная стоимость капитала (weighted average cost of capital - WACC), которая учитывает стоимость собственного (акционерного) капитала и стоимость заемных средств.

Метод оценки капитальных активов CAPM основан на анализе изменения доходности свободно обращающихся на фондовом рынке акций.

Кумулятивный метод оценки премии за риск (CCM) предполагает, что

ставка дисконтирования включает в себя минимально гарантированный уровень доходности (не зависящий от вида инвестиционных вложений), темпы инфляции и коэффициент, учитывающий степень риска и другие специфические особенности конкретного инвестирования.

Применение модели CAPM имеет прямое отношение к акционерным обществам, акции которых котируются на фондовом рынке, а также сталкивается с проблемой определения безрисковой и среднерыночной ставки доходности, коэффициента определяющего изменение цены на акции компании, а также экспертной оценке сопутствующих рисков.

Предлагаем к рассмотрению подход, согласно которому для определения коэффициента дисконтирования необходимо учитывать такие ключевые факторы, как учетная ставка НБУ, индекс инфляции, премия за риски.

Учетная ставка НБУ (или ставка рефинансирования) — это монетарный инструмент, с помощью которого Национальный банк устанавливает для субъектов денежно-кредитного рынка (коммерческих банков) ориентир по стоимости привлеченных и размещенных денежных ресурсов.

Индекс инфляции — показатель, который характеризует динамику общего уровня цен на товары и услуги, которые приобретает население для непроизводственного потребления.

Премия за риск учитывает следующие риски: недостаточная диверсифицированность продукции, рынков сбыта, размер предприятия, дефицит имущественных средств при необходимости покрытия инвестированных средств, страховой риск.

## **21. Особенности расчета ставки дисконтирования в российских условиях.**

Особенности расчета ожидаемой ставки дисконтирования в российских условиях оценки наиболее подробно рассмотрены в работе СВ. Валдайцева «Оценка бизнеса и инноваций» (1997 г.). Ниже рассматриваются проблемы и

особенности расчета ставки дисконтирования в российских условиях, основанные в том числе и на материалах этой книги.

1. При оценке предприятий оценщик должен решить вопрос, в какой валюте (отечественной или иностранной) осуществлять расчеты. Отечественную валюту целесообразно использовать в оценке, если:

- темпы инфляции небольшие;
- часть доходов, полученных от функционирования оцениваемого предприятия, будет реинвестирована на внутреннем рынке;
- исходная информация для расчетов выражена в рублях (в большинстве случаев исходная информация о сделках, например, на рынке недвижимости представлена в долларовом эквиваленте);
- заказчиком оценки является резидент.

Если темпы инфляции высокие, исходная информация для расчетов представлена в долларовом эквиваленте и заказчиком оценки является нерезидент, то расчеты по оценке, в том числе определение ставки дисконтирования, целесообразнее осуществлять в иностранной валюте.

2. Вопрос о валютном эквиваленте связан с проблемой определения ставок доходности. В зависимости от того, в какой валюте ведутся расчеты, при определении реальной безрисковой ставки и реальной ставки дисконтирования, учитывающей риски, необходимо вводить инфляционные ожидания по отношению либо к рублю, либо к доллару (величины по инфляционным ожиданиям, характерные для мировой экономики, составляют 3—7%, для рублевого эквивалента — несколько выше). То же самое относится и к номинальной ставке дисконтирования. Для рублевых ставок номинальная ставка дисконтирования (как средняя рыночная доходность инвестиций без индексирования доходов на инфляцию) должна выявляться на основе анализа отечественной экономики; для номинальных ставок дисконтирования, выраженных в долларовом эквиваленте, — по

данным мировой экономики (3—4%); для номинальных ставок дисконтирования, выраженных в рублевом эквиваленте, — по данным отечественного фондового рынка. И тогда реальные рублевые безрисковые ставки дохода должны определяться с учетом номинальной рыночной ставки процента и инфляционных ожиданий на основе фактической доходности на первичном рынке отечественных долгосрочных государственных облигаций. Эта фактическая доходность отражает и коллективные ожидания участников рынка по поводу будущей инфляции, и фактически получаемую среднюю номинальную ставку процента. Реальные валютные безрисковые ставки дохода должны исчисляться по фактической валютной доходности долгосрочных отечественных государственных облигаций. При этом чем по более долгосрочным облигациям определяется рыночная доходность, тем в большей мере эта доходность отражает доходность безрисковых инвестиций: доходность более долгосрочных государственных облигаций во времени меньше колеблется.

**3.** Остановимся подробнее на определении безрисковой ставки дохода, выраженной в рублевом эквиваленте (хотя эта проблема и обсуждалась выше). В соответствии с международными стандартами оценки безрисковая ставка дохода рассчитывается на основе рыночной ставки доходности долгосрочных (как правило, десятилетних) государственных облигаций. В Российской Федерации инвестиции в государственные долгосрочные облигации также являются наименее рискованными по сравнению со всеми иными видами инвестиций. Это обусловлено тем, что Правительство РФ выполняет свои обязательства по погашению выпущенных облигаций. Однако в Российской Федерации рынок государственных долгосрочных ценных бумаг пока недостаточно активен. Поэтому в оценке предприятий для практических расчетов можно ориентироваться на рыночную ставку доходности (до погашения кредита без учета налоговых льгот) государственных среднесрочных облигаций федерального займа (ОФЗ) и

облигаций сберегательного займа (ОСЗ), а также анализировать уровень доходности государственных краткосрочных облигаций (ГКО).

В практических расчетах можно принимать средневзвешенное значение (в процентах годовых) рыночной доходности последних выпусков государственных ценных бумаг (ОФЗ, ОСЗ и ГКО). Они по доходности по различным причинам (из-за изменчивости общей финансовой конъюнктуры, а также из-за попыток Правительства РФ влиять на доходность этих облигаций уже при их первичном размещении) существенно отличаются друг от друга. При этом необходимо помнить, что доходность ГКО больше подходит для оценки краткосрочных инвестиционных проектов, в связи с чем удельный вес данного вида доходности при исчислении средневзвешенного значения безрисковой ставки доходности будет наименьшим по сравнению со значениями доходности государственных облигаций федерального займа (ОФЗ) и облигаций среднесрочного займа (ОСЗ).

4. В нашей стране имеются своя специфика и свой порядок расчета рыночной премии, компенсирующей риск инвестирования в активы, отличные от долгосрочных государственных облигаций. В соответствии с международными стандартами оценки рыночная премия за риск инвестирования в активы, отличные от долгосрочных государственных облигаций, рассчитывается как разность между средней доходностью акций на биржевом и внебиржевом фондовых рынках и доходностью долгосрочных государственных облигаций. Однако средняя доходность акций на биржевом и внебиржевом фондовых рынках в России, например, в 1996 г. была ниже, чем доходность государственных облигаций. Например, в начале 1996 г.; оптимальный; портфель корпоративных акций, находящихся на биржевом и внебиржевом фондовых рынках, сформированный еженедельником «Финансовый вестник»; обеспечивал лишь 67% годовых по сравнению с 80;90% годовых по государственным облигациям. Во второй декаде декабря 1996 г. доходность корпоративных акций на фондовом рынке составила около 31%

годовых, доходность же, например, ГКО; 59% годовых.

Таким образом, в отечественной экономике доходность государственных ценных бумаг бывает выше доходности корпоративных. А тогда рыночная премия в модели оценки капитальных активов, рассчитанная как разница между рыночной доходностью корпоративных акций и доходностью государственных ценных бумаг, будет величиной отрицательной.

Имеются три основные причины такого парадокса. Первая -действия Правительства РФ по искусственному завышению курса государственных ценных бумаг, что гарантирует поступление денежных средств для покрытия дефицита государственного бюджета. Вторая причина-недостаток доверия к акциям отечественных предприятий как способу накопления, особенно со стороны мелкого инвестора (народ помнит крах финансовых институтов в 1993;1994 гг. и в августе 1998 г.). Третья причина -нежелание руководителей предприятий выставлять свои акции на фондовый рынок из-за боязни потерять контроль над предприятием, а также из-за процесса постепенной скупки ими же акций своих предприятий по заниженным ценам у мелких акционеров, с тем чтобы получить абсолютный контроль над предприятиями.

Однако в российской экономике имеются сферы деятельности, где доходность выше, чем доходность государственных ценных бумаг. В связи с этим рыночную премию за риск инвестирования не в государственные ценные бумаги можно определить как разность между средней годовой рентабельностью этих сфер производства и доходностью государственных ценных бумаг. Аргументом разумности такого предположения является то, что в нормальной экономике именно рентабельность прибыльных производств в конечном счете определяет доходность акций этих предприятий.

Среднегодовая рентабельность различных сфер производства приводится в статистических сборниках, выпускаемых Роскомстатом

ежегодно. Однако для практической оценки предприятий необходима более оперативная информация о рентабельности различных сфер деятельности. В этом случае можно воспользоваться следующими рассуждениями.

В условиях инфляции и постоянного дефицита оборотных средств предприятия могут успешно функционировать, лишь постоянно пользуясь краткосрочными кредитами. Таким образом, рентабельность этих предприятий или рентабельность продаж должна быть как минимум выше процентной ставки краткосрочных банковских кредитов. Тогда эта величина (величина процентной ставки краткосрочных кредитов) будет нижней границей фактической рентабельности предприятий, использующих эти кредиты.

5. Имеются свои отечественные особенности и при определении коэффициента  $r$  — коэффициента риска инвестиций в конкретное предприятие или конкретный продукт по сравнению со средней общей рискованностью вложений, отличных от инвестиций в государственные облигации.

Как было отмечено выше, в соответствии с международными стандартами оценки коэффициент  $r$  рассчитывается путем сопоставления колебаний курса акций оцениваемого предприятия (или предприятия, сопоставимого с оцениваемым) с колебаниями курса акций на фондовом рынке в целом. В силу малых объемов продаж и низкой ликвидности акций на отечественном фондовом рынке возникают трудности использования данного метода расчета. Поэтому в российской практике оценки для расчета коэффициента  $r$  можно использовать следующую логику рассуждений.

В данном случае необходимо вести рассуждения не о рентабельности предприятий, а о рентабельности продаж конкретного продукта. Выгодность любой продуктовой линии (общего процесса продаж) определяется уровнем и динамикой цен на сам продукт и на покупные ресурсы для его производства в сопоставлении с уровнем и динамикой инфляции (изменением общего уровня

цен на товары и услуги в стране).

Таким образом, главными факторами рискованности инвестиций в продуктовую линию (понимаемую как потенциальный размах колебаний выгодности продукта) является колебание цен на покупные ресурсы и колебание цен на сам продукт по сравнению с колебанием инфляционного процесса

## **22. Анализ инвестиционных проектов в условиях инфляции.**

Инфляция может проявляться, во-первых, в переполнении сферы обращения бумажными деньгами вследствие их чрезмерного выпуска; во-вторых, в сокращении товарной массы в обращении при неизменном количестве выпущенных денег.

**Основные причины** инфляционных процессов — нарушение пропорциональности в сфере производства и обращения, ошибки в политике ценообразования, нерациональная система распределения национального дохода и др. Во время инфляции цены на потребительские товары растут быстрее, чем увеличиваются номинальная заработная плата и доходы членов общества.

Основополагающим сущностным признаком инфляции является **рост цен в среднем**: не увеличение цены какого-то отдельного товара или даже группы товаров, а увеличение усредненной цены всей номенклатуры товаров, выбранных в качестве базы сравнения. Для характеристики инфляции в качестве базовой группы объектов, изменение цен которых отслеживается, выбран конечный продукт, т.е. потребительские товары.

Контроль за изменением цен на отдельные виды товаров, а также на потребительские товары в целом осуществляется с помощью индексов цен. Индекс — относительный показатель, характеризующий его изменение. Индексы измеряются либо в долях единицы, либо в процентах. Существуют два основных вида индекса цен: *индивидуальный* ( $i$ ) и *общий*, или *агрегатный* ( $I_p$ ).

**Индивидуальный индекс цен** дает оценку (ретроспективную или прогнозную) изменения цены на отдельный вид товара, продукции, услуги. Он рассчитывается по формуле

$$i = p_1 / p_0,$$

где  $p_1$  — фактическая цена в отчетном периоде (либо прогнозируемая цена);  $p_0$  — фактическая цена в базисном периоде (либо цена отчетного периода, с которой будет сравниваться прогнозная цена).

**Агрегатный индекс цен** позволяет выполнить аналогичные расчеты по группе однородных товаров, продукции, услуг. Используется представление индекса цен через товарооборот:

$$I_p = p_1 q_1 / p_0 q_1$$

В числителе формулы — фактический товарооборот отчетного периода в ценах отчетного периода, в знаменателе — условный товарооборот отчетного периода, но в ценах базисного периода. Разность между числителем и знаменателем показывает влияние изменения цен. Положительная разность как раз и характеризует влияние инфляции. В инвестиционном анализе влияние инфляции может быть учтено корректировкой на индекс инфляции или будущих поступлений, или коэффициента дисконтирования.

Первая корректировка является наиболее справедливой, но и более трудоемкой. Суть ее заключается в *использовании индекса инфляции применительно к денежным потокам инвестиционного проекта*. Корректировке подвергаются объем выручки и переменные расходы. При этом корректировка может осуществляться с использованием различных индексов, поскольку индексы цен на продукцию предприятия и потребляемое им сырье могут существенно отличаться от индекса инфляции.

Более простой является *методика корректировки коэффициента дисконтирования на индекс инфляции*.

**Основное влияние** на показатели коммерческой эффективности

инвестиционного проекта оказывает:

- неоднородность инфляции (т.е. различная величина ее уровня) по видам продукции и ресурсов;
- превышение уровня инфляции над ростом курса иностранной валюты.

Помимо этого, даже однородная инфляция влияет на показатели инвестиционного проекта за счет:

- изменения влияния запасов и задолженностей (увеличение запасов материалов и кредиторской задолженности становится более выгодным, а запасов готовой продукции и дебиторской задолженности — менее выгодным, чем без инфляции);
- завышения налогов за счет отставания амортизационных отчислений от тех, которые соответствовали бы повышающимся ценам на основные фонды;
- изменения фактических условий предоставления займов и кредитов.

Наличие инфляции влияет на показатели проекта не только в денежном, но и в натуральном выражении. Иными словами, инфляция приводит не только к переоценке финансовых результатов осуществления проекта, но и к изменению самого плана реализации проекта: планируемых величин запасов и задолженностей, необходимых заемных средств и даже объема производства и продаж.

Поэтому переход в расчетах к твердой валюте или вообще к натуральным показателям не отменяет необходимости учета влияния инфляции. Наряду с расчетами в постоянных и/или мировых ценах необходимо производить расчет в **прогнозных** (в денежных единицах, соответствующих условиям осуществления проекта) ценах с тем, чтобы максимально учесть это влияние. При уточненной оценке эффективности инвестиционного проекта

необходимо учитывать динамику:

- уровня роста или падения отношения курсов внутренней и иностранной валют;
- общего уровня цен (общая инфляция);
- цен на производимую продукцию на внутреннем и внешнем рынках;
- цен на используемые ресурсы и комплектующие (по группам, характеризующимся примерно одинаковой скоростью изменения цен);
- прямых издержек (по видам);
- уровня заработной платы — по видам работников (инфляция на заработную плату);
- общих и административных издержек (инфляция на общие и административные издержки);
- стоимости элементов основных фондов (земли, зданий и сооружений, оборудования);
- затрат на организацию сбыта (в частности, на рекламу, транспорт и др.);
- банковского процента.

### **23.Взаимосвязь инвестиционных решений и решений по финансированию.**

Оценить инвестиционные возможности можно с помощью четырехэтапной процедуры.

Спрогнозировать посленалоговый поток денежных средств проекта.

Оценить риск, присущий проекту. Определить альтернативные издержки, т. е. ожидаемую норму доходности, предлагаемую инвесторам по обращающимся на рынке инвестициям с эквивалентным риском.

Вычислить чистую приведенную стоимость с использованием формулы дисконтированных потоков денежных средств.

Выделить эффект финансирования проекта. Он более широко используется и выглядит проще: изменить ставку дисконта для потоков денежных средств проекта.

#### **24.Использование преимуществ проектного финансирования в инвестиционном анализе.**

В отличие от традиционных форм кредитования, проектное финансирование позволяет:

- более достоверно оценить платежеспособность и надежность заемщика;
- рассмотреть весь инвестиционный проект с точки зрения жизнеспособности, эффективности, реализуемости, обеспеченности, рисков;
- прогнозировать результат реализации инвестиционного проекта.

Проектное финансирование открыло новые направления на рынке банковских услуг. Банки выступают при нем в разных качествах:

- банки-кредиторы;
- гаранты;
- инвестиционные брокеры (инвестиционные банки);
- финансовые консультанты;
- инициаторы создания и / или менеджеры банковских консорциумов;
- институциональные инвесторы, приобретающие ценные бумаги проектных компаний;
- лизинговые организации и т.д.

Новый и важный вид деятельности на рынке проектного финансирования - консалтинг, осуществляемый специализированными банками-консультантами по следующему набору услуг:

- поиск, отбор и оценка инвестиционных проектов;
- подготовка всех технико-экономических обоснований по проекту;
- разработка схем финансирования проектов, ведение предварительных

переговоров с банками, фондами и другими институтами на предмет их совокупного участия в финансировании проекта;

- подготовка всего пакета документов по проекту;
- оказание содействия в ведении переговоров и подписания кредитных соглашений, соглашений о создании консорциумов и т.д.

Помимо преимуществ этой схемы (выражающихся в ограниченной ответственности перед кредитором), проектное финансирование имеет, с точки зрения заемщика средств, и определенные недостатки:

- предварительные высокие затраты потенциального заемщика для разработки детальной заявки банку на финансирование проекта на предынвестиционной фазе по подготовке технико-экономического обоснования, на уточнение запасов полезных ископаемых, экологическую оценку воздействия будущего проекта на окружающую среду, обширные маркетинговые исследования и другие вспомогательные предпроектные работы и исследования);

- сравнительно долгий период до принятия решения о финансировании, что связано с тщательной оценкой предпроектной документации банком и большим объемом работ по организации финансирования (создание банковского консорциума и т.д.);

- сравнительное повышение процента по кредиту в связи с высокими рисками, а также рост расходов на оценку проекта, на организацию финансирования, на надзор и т.д.;

- гораздо более жесткий контроль за деятельностью заемщика, чем при традиционном банковском кредитовании по всем аспектам деятельности со стороны банка (банковского консорциума);

- определенную потерю заемщиком независимости, если кредитор оговаривает за собой право приобретения акций компании в случае удачной реализации проекта. Проблемы и перспективы проектного и рискованного (венчурного) финансирования предпринимательских структур.

Проектное финансирование не всегда целесообразно. Иногда для заемщика предпочтительнее традиционные схемы финансирования инвестиционных проектов: кредиты под залоговое обеспечение, гарантии и поручительства; эмиссия акций и облигаций; лизинг и т.д.

Сложности с применением проектного финансирования в полном объеме и смысле этого понятия в отечественной практике обусловлены следующими причинами:

- в России внутренние источники долгового финансирования развиты не так хорошо, как в странах Запада. Внутренние рынки кредитов не имеют достаточных финансовых ресурсов или ликвидных средств, необходимых для широкомасштабного финансирования капиталоемких проектов, особенно крупных проектов с длительным сроком погашения кредитов. Практически отсутствуют опыт и знания, необходимые для того, чтобы с уверенностью оценивать и принимать на себя весь проектный риск или его часть;

- имеются несоответствия между доходами и займами внутри страны и обслуживанием долгов в валюте. Риск несовпадения между валютами, в которых поступает выручка, и валютой, в которой должна обслуживаться задолженность, осложняет проектное финансирование;

- недостаточны правовая структура и законодательная стабильность в области согласования и распределения рисков и предоставления гарантий и других форм обязательств по проектному финансированию. Коммерческая и кредитная документация по проектному финансированию является сложной и должна подкрепляться законодательной и нормативной основой. Должны быть законодательно оформлены все виды обязательств и гарантий, тонкости распределения рисков и прибылей, политические и страховые риски;

- недостаточно квалифицированных участников проектного финансирования - организаций, фирм, могущих принять на себя функции управляющих крупными проектами в современной трактовке этого понятия. Помочь решению проблемы может привлечение специалистов или

специализированных компаний (в том числе иностранных).

Причины и факторы, мешающие российским банкам на современном этапе осуществлять в сколько-нибудь значительных масштабах проектное финансирование:

- нестабильность отечественной экономики;
- отсутствие у банков достаточных резервов;
- высокие темпы инфляции;
- высокая задолженность российских предприятий;
- тяжелое налоговое бремя и нестабильность налогового законодательства;
- отсутствие опыта при финансировании инвестиционных проектов;
- низкое качество менеджмента на предприятиях-заемщиках;
- отсутствие у банков опыта и высококвалифицированных специалистов в области проектного анализа и проектного финансирования;
- неустойчивость общей экономической ситуации в стране.

Условия успешного применения методологии проектного финансирования в России включают следующие направления:

- привлечение иностранных кредитов для финансирования крупных проектов;
- государственные гарантии компенсации и обеспечения политических рисков путем страхования последних или привилегированным статусом кредиторов.

### **Вопросы по теме 3:**

1. Раскройте понятие оценки инвестиций и основные аспекты финансового анализа проекта.
2. Назовите принципы измерения затрат и результатов проекта инвестиций.
3. Что представляет собой чистый денежный поток в момент инвестирования?

4. Приток денежных средств в течении реализации проекта.
5. Завершающий поток денежных средств.
6. Формирование бюджета капиталовложений.
7. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов, их сравнительная характеристика.
8. Опишите метод окупаемости проекта.
9. Опишите метод учетной балансовой прибыли.
10. Каковы преимущества метода чистой приведенной стоимости по сравнению с другими подходами, характерными для инвестиционного анализа?
11. Опишите метод внутренней нормы рентабельности проекта, особенности его расчета и применения.
12. Сопоставление методов оценки по чистой приведенной стоимости и внутренней норме рентабельности.
13. Опишите метод чистой приведенной стоимости. (Net Present Value, NPV)
14. Внутренняя доходность (норма рентабельности) (Internal Rate of Return, IRR)
15. Модифицированная внутренняя норма рентабельности.
16. Использование индекса рентабельности в оценке привлекательности инвестиционных проектов.
17. Проблемы интерпретации оценки инвестиционных решений.

18. Ограниченность и недостатки классической модели метода чистой приведенной стоимости.
19. Учет фактора риска в инвестиционном проектировании.
20. Подходы к определению ставки дисконтирования: теория и практика.
21. Особенности расчета ставки дисконтирования в российских условиях.
22. Анализ инвестиционных проектов в условиях инфляции.
23. Взаимосвязь инвестиционных решений и решений по финансированию.
24. Использование преимуществ проектного финансирования в инвестиционном анализе.

**Тест по теме 3:**

1. Методика определения чистого дисконтированного дохода заключается:
  - а) в суммировании прибылей, получаемых предприятием в период реализации проекта;
  - б) в суммировании сальдо денежного потока на всех шагах расчета;
  - в) в суммировании дисконтированных сальдо потоков реальных денег на всех шагах расчета.
2. В каком случае оценка эффективности проекта по внутренней норме прибыли станет невозможной?
  - а) при необходимости крупных единовременных вложений в течение жизненного цикла проекта;
  - б) в случае если продолжительность инвестиционной стадии реализации

проекта больше продолжительности эксплуатационной стадии;

в) правильны оба варианта ответа.

## Лекция 4.

### Тема 4. Долгосрочные источники финансирования корпорации.

**Аннотация.** Данная тема раскрывает основные понятия и критерии долгосрочных источников финансирования корпорации.

**Ключевые слова.** Финансирование, лизинг, залог, кредит.

#### Методические рекомендации по изучению темы

- Тема содержит лекционную часть, где даются общие представления по теме;
- В качестве самостоятельной работы предлагается написать рефераты по особенностям ценных бумаг и выступить с устными докладами.
- Для проверки усвоения темы имеются вопросы к каждой лекции и тесты.

#### Рекомендуемые информационные ресурсы:

1. Ковалев, В.В. Финансы организаций (предприятий): учебник / В.В.Ковалев. - М.: Проспект 2008. - 352 с.
2. Моляков, Д.С. Теория финансов предприятий / Д.С. Моляков, Е.И. Шохин. - М.: ИНФРА - М, 2002. - 232 с.
3. Моляков, Д.С. Финансы организаций (предприятий): учеб.пособие / Д.С. Моляков. - М.: Финансы и статистика 2004. - 425 с.
4. Управление организацией: учебник / А.Г. Поршнева (и др.). - М.:ИНФРА - М, 2005. - 387 с.
5. Финансы: учеб.пособие / А.М. Ковалева (и др.). - М.: Финансы и статистика, 2005. - 232 с.
6. Шеремет, А. Методика финансового анализа предприятий: учеб.пособие / А. Шеремет, Р. Сайфулин, Е. Негашев; под общей ред.А.Г. Колпина. - М.: Юни-Глоб, 2006. - 135 с.

## **Глоссарий.**

**Финансирование** - Снабжение денежными средствами, финансовыми ресурсами.

**Кредит** — общественные отношения, возникающие между субъектами экономических отношений по поводу движения стоимости.

**Залог**- способ обеспечения исполнения обязательств, при котором кредитору передаётся какая-либо имущественная ценность.

**Лизинг**— вид финансовых услуг, форма кредитования при приобретении основных фондов предприятиями или очень дорогих товаров физическими лицами.

### **Вопросы для изучения:**

1. Долгосрочные источники финансирования корпорации.
2. Выбор долгосрочных источников финансирования корпорации.
3. Источники акционерного капитала корпорации.
4. Цели инкорпорирования.
5. Трансакционные издержки первоначального размещения акций.
6. Проблема размывания акционерного капитала.
7. Методы размещения дополнительных выпусков акций.
8. Преимущества и недостатки финансирования на основе выпуска обыкновенных акций.
9. Планы владения акциями для работников компании как средство привлечения капитала и мотивации персонала компании.
10. Особенности формирования уставного капитала в российских корпорациях.
11. Формы заемного капитала корпорации.
12. Долгосрочные банковские кредиты.
13. Инвестиционный налоговый кредит.
14. Принятие решения о выпуске корпоративных облигаций.

## **1. Долгосрочные источники финансирования корпорации.**

«Источник средств (Source of Financing) - это условное название какой-либо статьи в пассивной стороне бухгалтерского баланса, трактуемой как совокупность капитала собственников и обязательств, т. е. задолженности, предприятия перед третьими лицами».

Источники средств появляются как результат целенаправленных действий - например, получение банковского кредита означает приток денежных средств на расчетный счет и одновременно появление в пассиве баланса источника этих средств в виде задолженности перед банком.

«Оценка структуры источников проводится как внутренними, так и внешними пользователями бухгалтерской информации. В соответствии с этим различны подходы к анализу».

Так, внешние пользователи (банки, поставщики и др.) оценивают изменение доли собственных средств организации в общей сумме источников средств с точки зрения финансового риска при заключении сделок. Риск нарастает с уменьшением доли собственных источников средств.

Внутренний анализ структуры источников имущества связан с оценкой альтернативных вариантов финансирования деятельности организации. Основными критериями выбора являются степень риска, цена источника финансирования, условия его использования, срок уплаты долга и др.

Альтернативные источники финансирования, доступные для организации, предполагают различную степень незащищенности от риска, вплоть до возможности утраты контроля над организацией.

При этом важно оценить, куда вкладываются собственные и заемные средства - в основные фонды и в другие внеоборотные активы или в мобильные оборотные средства.

«Анализ состава и структуры финансовых источников начинается с оценки их динамики и внутренней структуры. При этом особое внимание уделяют анализу движения источников заемных средств, рассматривая такие

пассивы, как долгосрочные и краткосрочные кредиты и займы, кредиторская задолженность, включая авансы, полученные от покупателей и заказчиков, расчеты по дивидендам, прочие краткосрочные пассивы».

При этом выявляется тенденция изменения объема и доли кредитов банков и займов, не погашенных в срок. Увеличение их абсолютной суммы и доли свидетельствует о наличии у организации серьезных финансовых затруднений.

Затем проводятся сравнение векторов структурной динамики актива и пассива баланса и оценка факторов, влияющих на соотношение собственных и заемных источников, а, следовательно, и на финансовую устойчивость организации.

К числу важнейших факторов, обусловленных внутренними и внешними условиями работы организации, как правило, относят:

- различия величин процентных ставок за кредит и ставок дивидендов. Если процентные ставки за кредит ниже ставок дивидендов, то следует повышать долю заемных средств. Долю собственных средств целесообразно увеличить тогда, когда ставка дивиденда ниже процентной ставки за кредит;
- сокращение или расширение деятельности организации, в связи с чем сокращается или увеличивается потребность в привлечении заемных средств для образования необходимых товарно-материальных запасов;
- накопление излишних или слабо используемых запасов устаревшего оборудования, материалов, готовой продукции, товаров для продажи, отвлечение средств в образование сомнительной дебиторской задолженности, что также приводит к привлечению дополнительных заемных средств;
- использование факторинговых операций (продажа долгов дебиторов банку).

Итогом совершенных расчетов является сравнение привлечения дополнительных источников финансовых ресурсов и их использования.

Сравнение показателей статей пассива баланса позволяет оценить суммы привлеченных дополнительно средств из внешних источников. Анализ

распределения прибыли вместе со сведениями о начисленной амортизации за отчетный период позволяет исчислить средства, привлекаемые в оборот организации за счет внутренних источников.

Заключительным этапом анализа является проверка правильности размещения имущества организации.

Таким образом, на современном этапе существенно возрастает приоритетность исследования механизма формирования, размещения и использования источников финансирования. Таким образом, важным для обеспечения финансовой стабильности и финансовой безопасности любой организации является изучение классификации источников финансирования.

## **2. Выбор долгосрочных источников финансирования корпорации.**

К стратегическим финансовым решениям относится выбор стратегии финансирования текущих активов (выбор соотношения между долгосрочными источниками и краткосрочными).

К тактическим решениям относится оптимизация величины текущих активов и краткосрочных обязательств, т. е. выбор 1) политики управления запасами, 2) политики предоставления скидок и продажи в кредит, 3) политики по денежным средствам (оптимизация величины денежных средств на счетах или в кассе), 4) источников краткосрочного финансирования и политики спонтанного финансирования (выбор между оплатой в момент покупки или покупкой в кредит). Оптимизация величины чистого оборотного капитала зависит от таких факторов, как:

временной характер потребности в денежных средствах; стоимость капитала и его составных элементов. При низкой стоимости капитала его привлечение для покрытия текущих активов оправдано (например, если государство выделяет денежные средства в виде льготного долгосрочного кредита для пополнения оборотных средств). Если долгосрочные источники имеют высокую стоимость, то их использование не оправдано с точки зрения максимизации рыночной оценки капитала, но на

практике применяется для поддержания процесса производства;

3) возможность увеличения текущих обязательств с низкой стоимостью, прежде всего накопленных расходов (задержка в выплате заработной платы, отчислений) и коммерческого кредита и векселей (что часто диктуется предприятиями-монополистами).

Для определения временного характера потребности в финансовых источниках выделяются две группы текущих активов. Первая - группа низкой ликвидности, потребность в покрытии которой постоянна, и вторая — группа высоколиквидных активов с периодической потребностью в финансировании. К первой группе относятся активы низкой ликвидности, объем которых относительно неизменен на краткосрочном (до года) отрезке времени. На практике иногда к этой группе относят минимальный объем необходимых текущих активов (если можно указать обязательную величину среднего остатка запасов, дебиторской задолженности для нормального функционирования) или наблюдаемый за ряд прошедших лет минимальный объем активов.

Ко второй группе относят высоколиквидные активы, которые можно в случае потребности погашения обязательств быстро реализовать, и активы, потребность в которых возникает периодически (например, сезонно). Выделение двух групп позволяет оценить объемы постоянной и краткосрочной потребности в финансировании на данный момент времени

### **3. Источники акционерного капитала корпорации.**

Акционерный капитал — это собственный капитал акционерного общества. Акционерным обществом признается организация, уставный капитал которой разделен на определенное число акций. Участники АО (акционеры) не отвечают по обязательствам общества и несут риск убытков, связанных с его деятельностью, в пределах стоимости принадлежащих им акций.

Уставный капитал при этом представляет собой совокупность вкладов (рассчитываемых в денежном выражении) акционеров в имущество при создании предприятия для обеспечения его деятельности в размерах, определенных учредительными документами. В силу своей устойчивости уставный капитал покрывает, как правило, наиболее неликвидные активы, такие, как аренда земли, стоимость зданий, сооружений, оборудования.

Особое место в реализации гарантии защиты кредиторов занимает резервный капитал, главная задача которого состоит в покрытии возможных убытков и снижении риска кредиторов в случае ухудшения экономической конъюнктуры. Резервный капитал формируется в соответствии с установленным законом порядком и имеет строго целевое назначение. В условиях рыночной экономики он выступает в качестве страхового фонда, создаваемого для возмещения убытков и защиты интересов третьих лиц в случае недостаточности прибыли у предприятия до того, как будет уменьшен уставный капитал.

#### **4.Цели инкорпорирования.**

Инкорпорация — это менее сложный и поэтому доступный большему числу субъектов права вид систематизации. Латинское слово «sogroge» означает «общее», соответственно incorporateatio надо понимать как включение, вхождение в состав чего-либо. Когда речь идет об инкорпорации права, то имеют в виду объединение юридических документов по чисто внешним признакам и фиксацию их на бумажном носителе (в сборниках) либо на электронном (в справочных поисковых системах).

Инкорпорация — это объединение правовых актов по определенным критериям без какого-либо изменения их содержания или формы в единые сборники.

Таково практически единодушное понимание инкорпорации в российской юридической науке. Правда, С. С. Алексеев прозорливо сделал такую оговорку: «...в единых сборниках или иных изданиях»<sup>2</sup>. В свете зарубежного

опыта, о котором речь пойдет ниже, эта оговорка звучит загадочно. Обратимся к опыту Франции, в правовой системе которой доминируют нормативные акты и где проблема наведения нормативного порядка стоит очень остро. Там считается, что формой инкорпорации могут быть не только официальные сборники, но и периодические издания, справочники. Да и само понятие «инкорпорация» толкуется широко: систематизации подлежат не только юридические документы, но и правовые знания о них, и тогда логично выглядит выше указанное расширение форм инкорпорации.

В процессе инкорпорации преследуются две цели:

- 1) поддержание системы юридических документов в рабочем состоянии;
- 2) обеспечение широкого круга лиц текстами законов и иных правовых актов.

Если кодификацию могут осуществлять только парламенты, консолидацию — более значительный круг государственных органов и лишь в некоторых случаях (об этом см. выше) частные лица, то, пожалуй, в случае инкорпорации главную роль играют частные лица.

### **5. Трансакционные издержки первоначального размещения акций.**

Критика положения неоклассической теории о том, что обмен происходит без издержек, послужила базисом для введения в экономический анализ нового понятия – трансакционные издержки (transaction cost).

О возможности существования издержек обмена и об их влиянии на решения обменивающихся субъектов, писал еще Менгер в своих “Основаниях политической экономии”.

Экономический обмен происходит только тогда, когда каждый его участник, осуществляя акт мены, получает какое-либо приращение ценности к ценности существующего набора благ. Это доказывает Карл Менгер в работе “Основания политической экономии”, исходя из предположения о существовании двух участников обмена. Первый имеет благо А, обладающее ценностью W, а второй благо В с такой же ценностью W. В результате произошедшего между ними обмена ценность благ в распоряжении первого будет  $W + x$ , а второго –  $W + y$ . Из этого можно сделать вывод, что в процессе

обмена ценность блага для каждого участника увеличилась на определенную величину. Этот пример показывает, что деятельность, связанная с обменом, есть не напрасная трата времени и ресурсов, а такая же продуктивная деятельность как производство материальных благ.

Исследуя обмен, нельзя не остановиться на пределах обмена. Обмен будет происходить до тех пор, пока ценность благ в распоряжении каждого участника обмена будет, по его оценкам, меньше ценности тех благ, которые могут быть получены в результате обмена. Этот тезис верен для всех контрагентов обмена.

Пользуясь символикой вышеуказанного примера, обмен происходит, если  $W(A) < W + x$  для первого и  $W(B) < W + y$  для второго участников обмена, или если  $x > 0$  и  $y > 0$ .

Но мы сих пор мы рассматривали обмен как процесс, происходящий без издержек. Но в реальной экономике любой акт обмена связан с определенными издержками. Такие издержки обмена получили название транзакционных. они обычно трактуются как “издержки сбора и обработки информации, издержки проведения переговоров и принятия решения, издержки контроля и юридической защиты выполнения контракта”.

Понятие транзакционных издержек было введено Р. Коузом в 30е годы в его статье “Природа фирмы”. Оно было использовано для объяснения существования таких противоположных рынку иерархических структур, как фирма. Р. Коуз связывал образование этих “островков сознательности” с их относительными преимуществами в плане экономии на транзакционных издержках. Специфику функционирования фирмы он усматривал в подавлении ценового механизма и замене его системой внутреннего административного контроля.

В рамках современной экономической теории транзакционные издержки получили множество трактовок, иногда диаметрально противоположных.

Так К. Эрроу определяет транзакционные издержки как издержки

эксплуатации экономической системы. Эрроу сравнивал действие трансакционных издержек в экономике с действием трения в физике. На основании подобных предположений делаются выводы о том, что чем ближе экономика к модели общего равновесия Вальраса, тем ниже в ней уровень трансакционных издержек, и наоборот.

В трактовке Д. Норта трансакционные издержки “состоят из издержек оценки полезных свойств объекта обмена и издержек обеспечения прав и принуждения к их соблюдению”. Эти издержки служат источником социальных, политических и экономических институтов.

В теориях некоторых экономистов трансакционные издержки существуют не только в рыночной экономике (Коуз, Эрроу, Норт), но и в альтернативных способах экономической организации и в частности в плановой экономике (С. Чанг, А. Алчиан, Демсец). Так согласно Чангу максимальные трансакционные издержки наблюдаются в плановой экономике, что, в конечном счете, и определяет ее неэффективность.

В экономической литературе существует множество классификаций и типологий трансакционных издержек.

Наиболее распространенной является следующая типология включающая пять типов трансакционных издержек:

1. Издержки поиска информации. Перед тем, как будет совершена сделка или заключен контракт, нужно располагать информацией о том, где можно найти потенциальных покупателей и продавцов соответствующих товаров и факторов производства, каковы сложившиеся на данный момент цены. Издержки такого рода складываются из затрат времени и ресурсов, необходимых для ведения поиска, а также из потерь, связанных с неполнотой и несовершенством приобретаемой информации.
2. Издержки ведения переговоров. Рынок требует отвлечения значительных средств на проведение переговоров об условиях обмена, на заключение и оформление контрактов. Основной инструмент экономии такого рода затрат – стандартные (типичные) договоры.

3. Издержки измерения. Любой продукт или услуга-это комплекс характеристик. В акте обмена неизбежно учитываются лишь некоторые из них, причем точность их оценки (измерения) бывает чрезвычайно приблизительной. Иногда интересующие качества товара вообще неизмеримы и для их оценки приходится пользоваться суррогатами (например, судить о вкусе яблок по их цвету). Сюда относятся затраты на соответствующую измерительную технику, на проведение собственно измерения, на осуществление мер, имеющих целью обезопасить стороны от ошибок измерения и, наконец, потери от этих ошибок. Издержки измерения растут с повышением требований к точности.

Громадная экономия издержек измерения была достигнута человечеством в результате изобретения стандартов мер и весов. Кроме того, целью экономии этих издержек обусловлены такие формы деловой практики, как гарантийный ремонт, фирменные ярлыки, приобретение партий товаров по образцам и т. д.

4. Издержки спецификации и защиты прав собственности. В эту категорию входят расходы на содержание судов, арбитража, государственных органов, затраты времени и ресурсов, необходимых для восстановления нарушенных прав, а также потери от плохой их спецификации и ненадежной защиты. Некоторые авторы (Д. Норт) добавляют сюда же затраты на поддержание в обществе консенсусной идеологии, поскольку воспитание членов общества в духе соблюдения общепринятых неписаных правил и этических норм является гораздо более экономным способом защиты прав собственности, чем формализованный юридический контроль.

5. Издержки оппортунистического поведения. Это самый скрытый и, с точки зрения экономической теории, самый интересный элемент транзакционных издержек.

### **6. Проблема размывания акционерного капитала.**

Размывание акционерного капитала. Угроза размывания акционерного капитала считается одним из наиболее серьезных факторов риска. Наличие

большого количества объявленных акций, которые могут быть выпущены по решению Совета директоров, часто свидетельствует о высокой вероятности предстоящей эмиссии, ведущей к размыванию акционерного капитала. Чтобы отличить обоснованный дополнительный выпуск акций от недобросовестного, необходимо определить, имеет ли размещение акций четко поставленные цели, содержит ли устав компании меры защиты от размывания акционерного капитала и могут ли миноритарные инвесторы заблокировать решения о новых эмиссиях.

- **Объявленные, но не выпущенные акции:** величина штрафных баллов зависит от отношения количества объявленных акций к числу акций в обращении и от степени уверенности инвесторов в том, что декларируемая цель планируемой эмиссии соответствует истинной и отвечает интересам акционеров.

- **Портфельные инвесторы владеют блокирующим пакетом акций:** добавляется три штрафных балла, если сторонние акционеры неспособны заблокировать решение об эмиссии акций, влекущей за собой неблагоприятные последствия.

- **Меры по защите, включенные в устав:** отсутствие в уставе положений, регламентирующих преимущественные права покупки акций или содержащих иные меры защиты от размывания акционерного капитала, означает три штрафных балла.

**Вывод активов/трансфертное ценообразование.** Нередко бывает трудно доказать факты манипуляций с активами и применения вызывающих сомнения методов установления цен, однако иногда их можно выявить путем тщательного анализа финансовой отчетности и способов заключения сделок. Практика показывает, что эти приемы, являясь иногда незаметными для инвесторов, приводят к наиболее серьезному снижению стоимости компании.

- **Акционеры, владеющие контрольным пакетом акций:** максимальное количество баллов начисляется компаниям, "контрольные" акционеры которых проявили себя с отрицательной стороны в плане

корпоративного управления. Если владельцем контрольного пакета акций является государство (то есть компания может действовать в интересах государства, а не своих акционеров), то она получает три балла.

- Трансфертное ценообразование: непрозрачность заключения сделок или широкое использование оффшорных и/или аффилированных компаний повышает риск, связанный с установлением цен на передаваемые активы.

Слияние/реструктуризация. Если компания находится на пороге слияния или реструктуризации, возникает риск потери активов или применения несправедливых условий, что повышает неуверенность в краткосрочной перспективе.

#### **Трансакционные издержки дополнительных выпусков.**

Трансакционные издержки — есть издержки, обеспечивающие переход прав собственности из одних рук в другие и охрану этих прав. В отличие от трансформационных издержек, трансакционные издержки не связаны с самим процессом создания стоимости.

**Трансакционные издержки**— это издержки в сфере обмена, связанные с передачей прав собственности. Категория трансакционных издержек была введена в экономическую науку в 1930-е гг. Рональдом Коузом и ныне получила широкое распространение. В своей статье "Природа фирмы" он определил трансакционные издержки, как издержки функционирования рынка.

В настоящее время трансакционные издержки понимаются подавляющим большинством ученых интегрально, как издержки функционирования системы. Трансакционные издержки — это издержки, возникающие, когда индивиды обменивают свои права собственности в условиях неполной информации либо подтверждают их в тех же условиях. Когда люди **обмениваются правами собственности**, они вступают в контрактные отношения. Когда они **подтверждают свое право собственности**, они не вступают ни в какие контрактные отношения (оно у

них уже есть), но они защищают его от нападков третьих лиц. Они боятся, что их права собственности будут ущемлены третьей стороной, поэтому тратят ресурсы на защиту этих прав (например, строят забор, содержат полицию, и т.п.).

***Обычно выделяют пять основных форм транзакционных издержек:***

- издержки поиска информации;
- издержки ведения переговоров и заключения контрактов;
- издержки измерения;
- издержки спецификации и защиты прав собственности;
- издержки оппортунистического поведения.

**Издержки поиска информации** связаны с ее асимметричным распределением на рынке: на поиск потенциальных покупателей или продавцов приходится тратить время и деньги. Неполнота имеющейся информации оборачивается дополнительными расходами, связанными с покупкой товаров по ценам, выше равновесных (или продажей ниже равновесных), с потерями, возникающими вследствие покупки товаров-субститутов.

**Издержки ведения переговоров и заключения контрактов** также требуют затрат времени и ресурсов. Издержки, связанные с переговорами об условиях продажи, юридическим оформлением сделки, нередко значительно увеличивают цену продаваемой вещи.

Весомую часть транзакционных издержек составляют **издержки измерения**, что связано не только с прямыми затратами на измерительную технику и сам процесс измерения, но и с ошибками, которые неизбежно возникают в этом процессе. К тому же по ряду товаров и услуг допускается лишь косвенное измерение или неоднозначное. Как, например, оценить квалификацию нанимаемого работника или качество покупаемого автомобиля? Определенную экономию обуславливают стандартизация выпускаемой продукции, а также гарантии, предоставляемые фирмой (бесплатный гарантийный ремонт, право обмена бракованной продукции на

хорошую и т. д.). Однако полностью ликвидировать издержки измерения эти меры не могут.

Особенно велики **издержки спецификации и защиты прав собственности**. В обществе, где отсутствует надежная правовая защита, нередки случаи постоянного нарушения прав. Затраты времени и средств, необходимых для их восстановления, могут быть чрезвычайно высоки. Сюда же следует отнести расходы на содержание судебных и государственных органов, находящихся на страже правопорядка.

**Издержки оппортунистического поведения** также связаны с асимметрией информации, хотя и не ограничиваются ею. Дело в том, что поведение после заключения контракта очень трудно предсказать. Нечестные индивиды будут выполнять условия договора по минимуму или даже уклоняться от их выполнения (если санкции не предусмотрены). Такой моральный риск (*moral hazard*) всегда существует. Он особенно велик в условиях совместного труда — работы командой, когда вклад каждого не может быть четко отделен от усилий других членов команды, тем более если потенциальные возможности каждого полностью неизвестны. Итак, **оппортунистическим** называется поведение индивида, уклоняющегося от условий соблюдения контракта с целью получения прибыли за счет партнеров. Оно может принять форму вымогательства или шантажа, когда становится очевидной роль тех участников команды, которых нельзя заменить другими. Используя свои относительные преимущества, такие члены команды могут требовать для себя особых условий работы или оплаты, шантажируя других угрозой выхода из команды.

Таким образом, транзакционные издержки возникают до процесса обмена (*ex ante*), в процессе обмена и после него (*ex post*). Углубление разделения труда и развитие специализации способствуют росту транзакционных издержек. Их величина зависит также и от господствующей в обществе формы собственности. Существуют три основные формы собственности: частная, общая (коммунальная) и государственная.

Рассмотрим их с точки зрения теории транзакционных издержек.

**Поль Р. Милгром и Джон Робертс** предложили следующую классификацию транзакционных издержек. Они делят их на две категории — на издержки, связанные с координацией, и на издержки, связанные с мотивацией.

**Координационные издержки:**

- **Издержки определения деталей контракта** — обследование рынка с целью определить, что вообще можно купить на рынке.
- **Издержки определения контрактов** — изучение условий партнеров, которые поставляют нужные услуги или товары.
- **Издержки непосредственной координации** — необходимость создания структуры, в рамках которой осуществляется сведение сторон вместе.

**Мотивационные издержки:**

▪ **Издержки, связанные с неполнотой информации.** Ограниченность информации о рынке может привести к отказу от совершения транзакции (приобретения блага). Связано это с тем, что уровень неопределенности может стать настолько высоким, что люди предпочитают скорее отказаться от транзакции, чем тратить силы на получение дополнительной информации.

▪ **Издержки, связанные с оппортунизмом.** Данные издержки связаны с преодолением возможного оппортунистического поведения, с преодолением нечестности партнера по отношению к вам, и приводят к тому, что вы нанимаете надсмотрщика, либо пытаетесь найти и вложить в контракт какие-то дополнительные измерения эффективности вашего партнера.

**О. Уильямсон** попытался оценить все транзакции по частоте транзакций и по специфичности активов.

1. Разовый или элементарный обмен на анонимном рынке.

Примером разовой покупки может служить покупка на рынке чайника.

Купив один чайник, вы купите следующий лишь тогда, когда этот у вас сломается. В данном случае нет никаких специфических активов, но дело в том, что продавцу безразлично, кому продать чайник. Единственным определяющим критерием здесь выступает цена.

## 2. Повторяющийся обмен массовыми товарами.

Специфичности активов по-прежнему нет. Например, постоянно у одного и того же продавца покупая хлеб, вы знаете, что он хорошего качества, и потому не тратитесь на дополнительную оценку, хороший ли хлеб вам продали, какой хлеб есть в других булочных, и т.д. Это очень важно, ибо тем самым вы значительно экономите на издержках поиска, на издержках измерения качества хлеба, а продавцу ваше поведение придает большую уверенность в обороте (в том, что он хлеб продаст).

## 3. Повторяющийся контракт, связанный с инвестициями в специфические активы.

Что такое "специфические активы". Специфический актив всегда создаётся под определенную транзакцию. Скажем, я построил здание для употребления в качестве цеха. Я могу его, конечно, использовать альтернативно, но тогда я понесу потери. Т.е. даже следующая после наилучшей возможность использования этого актива приносит гораздо меньший доход и связана с риском. Специфические активы есть такие затраты, следующее применение которых является куда менее выгодным.

## 4. Инвестиции в идосинкратические (уникальные, эксклюзивные) активы.

**Идосинкратический актив** — это актив, который при альтернативном употреблении (при изъятии его из данной транзакции) теряет ценность вообще, или его ценность становится ничтожной. К таковым активам относится половина производственных инвестиций — инвестиций в конкретный технологический процесс. Скажем, построенную домну, кроме как по прямому назначению, использовать больше никак нельзя. Даже если на ней устраивать соревнования альпинистов, это не окупит и 1 % затрат на ее

строительство. В данном случае актив идиосинкратичен, т.е. привязан к определенной технологии.

### **7. Методы размещения дополнительных выпусков акций.**

Дополнительный выпуск акций в большинстве случаев проводится с целью привлечения денежных средств в общество, и его результатом становится увеличение уставного капитала. Кроме того, целью этой процедуры может быть расширение круга акционеров или проведение некоторых форм реорганизации.

С точки зрения порядка проведения дополнительная эмиссия имеет много общего с первичным размещением акций, однако все же существует ряд характерных именно для нее особенностей.

#### **Особенности проведения дополнительного выпуска акций**

Перед осуществлением дополнительного выпуска ценных бумаг необходимо убедиться в том, что приведенные ниже условия соблюдены.

- Все осуществленные обществом ранее выпуски ценных бумаг полностью завершены. То есть акции (облигации) сполна оплачены, отчеты об итогах проведения зарегистрированы в установленном порядке, результаты эмиссий утверждены на общем собрании акционеров, и соответствующие изменения отражены в уставе общества.

- Дополнительный выпуск осуществляется в объеме, не превышающем количество объявленных акции, (акций, которые общество вправе разместить помимо уже размещенных). Их количество и характеристики должны быть определены в уставе. В случае если в уставе не определены объявленные акции в количестве, достаточном для дополнительной эмиссии, рекомендуется принять решение об объявленных акциях на том же собрании, на котором будет рассмотрен вопрос о новом выпуске.

- Общество осуществляет необходимое раскрытие информации в установленном законом порядке.

#### **Способы размещения дополнительных выпусков ценных бумаг**

Законодательством определены следующие способы размещения ценных бумаг дополнительной эмиссии:

- распределение среди акционеров;
- подписка (может быть как открытой, так и закрытой);
- конвертация ценных бумаг в акции (алгоритм конвертации

определяется уставом общества и условиями выпуска ценных бумаг).

Этапы проведения дополнительной эмиссии акций

Условно процедура проведения дополнительного выпуска акций может быть поделена на несколько взаимосвязанных этапов.

### **1. Принятие решения о проведении дополнительной эмиссии.**

Органом, правомочным принять такое решение, может быть либо общее собрание акционеров, либо совет директоров, если такое право предоставлено ему уставом общества. Однако существуют определенные законом ограничения (объемы выпуска, условия размещения, тип общества и прочие), при наступлении которых совет обязан передать свое право принимать указанное решение собранию.

### **2. Утверждение решения о дополнительном выпуске акций.**

Решение о выпуске ценных бумаг разрабатывается на основе уже принятого решения о проведении дополнительного выпуска и содержит более развернутую информацию о предстоящей эмиссии. Как правило, оно утверждается советом директоров общества, но в некоторых (обычно предусмотренных уставом) случаях эти полномочия передаются общему собранию.

### **3. Регистрация дополнительного выпуска акций.**

Утвержденное решение о дополнительном выпуске ценных бумаг подлежит государственной регистрации, которая должна быть осуществлена Службой Банка России по финансовым рынкам в течение 30 дней со дня подачи заявления. К заявлению общество прилагает документы, содержащие информацию о его экономическом и юридическом статусе, а также сведения о предстоящей эмиссии акций. Перечень предоставляемых документов

определен законом и зависит от вида и способа размещения ценных бумаг, а также от особенностей общества.

Регистрация дополнительного выпуска акций неизменно сопровождается раскрытием информации, на основе которой акционеры и потенциальные инвесторы могут судить о целесообразности вложений. Порядок раскрытия информации определен соответствующими положениями закона.

В некоторых случаях при проведении дополнительного выпуска акций требуется регистрация проспекта эмиссии (для обществ, проводящих открытую подписку, либо закрытую, список подписчиков которой превышает 500).

Размещение акций дополнительного выпуска.

Алгоритм размещения акций дополнительного выпуска устанавливается в решении о выпуске, и, как уже говорилось, в большинстве случаев может быть осуществлен одним из следующих способов.

- Новые ценные бумаги распределяются среди акционеров общества таким образом, чтобы интересы и права последних были соблюдены в полной мере.

- Размещение акций осуществляется по подписке среди предварительно оговоренного круга лиц, имеющих приоритетное право на их покупку. Указанные лица письменно предупреждаются об имеющейся возможности и вправе реализовать ее (или отказаться) в установленный условиями выпуска срок. Такое распределение называют закрытой подпиской, и оно может быть осуществлено как ОАО, так и ЗАО. При открытой подписке приобрести дополнительно размещаемые акции вправе любой желающий, заявивший о своем намерении и подтвердивший его внесением необходимой суммы средств. Открытую подписку могут осуществлять только открытые акционерные общества. Обычно при ее проведении сохраняется приоритетное право акционеров на приобретение акций нового выпуска.

○ Конвертация ценных бумаг в акции осуществляется в соответствии с положениями устава и решения о выпуске.

*Оплата акций дополнительного выпуска* может осуществляться как в денежной, так и в неденежной форме.

В первом случае приобретение ценных бумаг осуществляется на основании договора купли-продажи. Второй случай предполагает осуществление дополнительных действий и оформления специальных документов, определяемых порядком регистрации имущественных прав.

*Срок размещения ценных бумаг* устанавливаются в решении о выпуске. Законом определены временные границы подписки: она не может длиться менее одного месяца или более одного года.

В случае распределения ценных бумаг среди акционеров или конвертации акций срок обычно не указывают, поскольку процесс переоформления бумаг занимает примерно один день.

Государственная регистрация отчета об итогах дополнительного выпуска акций.

Отчет должен быть представлен в соответствующий государственный орган не позднее 30 дней с момента истечения срока эмиссии, либо (если выпуск завершен досрочно) с момента размещения последней акции. Рассмотрение отчета и вынесения решения по нему должно быть осуществлено в течение четырнадцати дней со дня поступления всех документов.

Этот заключительный этап несложен, однако он определяет успех всего мероприятия. Непредставление предусмотренных законом документов, нарушение сроков, ошибки или несоблюдение установленных правил может стать поводом для отказа в регистрации. Отказ Службы Банка России по финансовым рынкам в регистрации отчета будет означать, что выпуск ценных бумаг признан несостоявшимся.

Очевидно, что проведение дополнительного выпуска ценных бумаг это процесс, требующий специальных юридических знаний, понимания нюансов,

опыта, внимательного отношения, ответственности. Целесообразно поручить его проведение организации, занимающейся вопросами подобного рода на профессиональном уровне.

### **8.Преимущества и недостатки финансирования на основе выпуска обыкновенных акций.**

Акции удовлетворяют самые различные запросы инвесторов и менеджеров. Держатели акций являются собственниками компании и как таковые обладают определенными правами и привилегиями, которые и характеризуют инвестиционную привлекательность этого вида ценных бумаг. С точки зрения инвестора ценная бумага приобретает самостоятельную ценность, если она предоставляет определенный набор прав: участие в управлении компанией, получение дохода в виде дивидендов и роста курсовой стоимости акций, преимущественное право на приобретение акций новых выпусков и т. д. Набор этих прав учитывается компанией в управлении процессом финансирования своей деятельности.

В России вследствие массовой приватизации, в результате которой государственные предприятия были преобразованы в акционерные общества, обыкновенные акции играют главенствующую роль на рынке корпоративных ценных бумаг. Проанализировав инвестиционные характеристики обыкновенной акции и права, предоставляемые ее владельцу, можно сформулировать преимущества и недостатки финансирования за счет эмиссии обыкновенных акций (табл. 1).

Таблица 1

Преимущества и недостатки финансирования за счет эмиссии обыкновенных акций для эмитента и инвестора

Эмитент	Инвестор
Преимущества финансирования за счет эмиссии обыкновенных акций	
Возможность мобилизации значительных финансовых ресурсов на длительные сроки	Реализация права на участие в управлении компанией в обмен на вложенный капитал
Отсутствие жестко оговоренных, постоянных финансовых выплат	Реализация права на доход компании в виде дивиденда и возможность получения дополнительного дохода за счет прироста рыночной стоимости акций
Наличие прибыли не означает обязательную выплату дивидендов	Реализация права на дополнительные льготы, предоставляемые компанией, в том числе право преимущественного приобретения новых акций
Стабильность капитала. Акции являются устойчивым инструментом. Акционерное общество при нормальном ходе событий не обязано возвращать внесенные акционерами средства. Обыкновенные акции не имеют фиксированной даты погашения - это	Реализация права на часть имущества при ликвидации общества

постоянный капитал, который не подлежит возврату	
Распределение предпринимательского риска.	
Для акционера риск потери ограничивается стоимостью акций, тогда как при других формах организации бизнеса владельцы отвечают всеми средствами компании и личным имуществом. Повышение инвестиционной привлекательности компании. Уставный капитал служит своеобразным гарантом возмещения ущерба для кредиторов компании. Эмиссия обыкновенных акций при прочих равных условиях повышает кредитоспособность компании и снижает финансовый риск	
Недостатки финансирования за счет эмиссии обыкновенных акций	
Увеличение риска распыления капитала, потери контроля над компанией, появление возможности враждебного поглощения через покупку контрольного пакета акций.	Отсутствие гарантий получения дохода в виде дивиденда
Снижение уровня оперативности принимаемых решений	Наличие риска потери капитала в случае снижения стоимости акций
Возможность повышения стоимости привлечения финансовых ресурсов. Использование заемного капитала дает	Реальная реализация права на управление компанией возможна только

<p>компания возможность получить средства с фиксированными финансовыми затратами, тогда как при использовании обыкновенных акций чистая прибыль компании распределяется в течение длительного времени и на значительное число акционеров</p>	<p>при наличии крупного пакета акций.</p>
--	---

Акционерное общество имеет право выпускать как обыкновенные, так и привилегированные акции. При этом необходимо соблюдать одно условие: "доля привилегированных акций в общем объеме уставного капитала акционерного общества не должна превышать 25 процентов".

### **9. Планы владения акциями для работников компании как средство привлечения капитала и мотивации персонала компании.**

Актуальность мотивации в современных условиях обусловлена тем, что:

- 1) персонал является основным капиталом любого предприятия;
- 2) необходима реализация потенциала работников;
- 3) изменение условий производства, появление новых технологий, а также требований к качеству продукции требуют работников нового типа;
- 4) происходит изменение качественного содержания потребностей работников.

Новым явлением нашего времени является развитие мотивационного менеджмента, который представляет собой управление профессиональной, производственной, творческой и инициативной деятельностью работников. Мотивация служит инструментом для достижения целей предприятия (работодателя). Наибольшая эффективность мотивации достигается при соотнесении целей предприятия и потребностей работника, которые он удовлетворяет посредством трудовой деятельности.

Стимулирование как тактика решения проблемы является ориентацией на фактическую структуру ценностных ориентации и интересов работника, на более полную реализацию имеющегося трудового потенциала. Мотивация и

стимулирование как методы управления трудом противоположны по направленности: первая направлена на изменение существующего положения; второе — на его закрепление, но при этом они взаимно дополняют друг друга.

### **10. Особенности формирования уставного капитала в российских корпорациях.**

В соответствии с законом уставный капитал акционерного общества состоит из суммы номинальных стоимостей акций общества, приобретенных акционерами.

По российскому законодательству номинальная стоимость всех обыкновенных акций, выпускаемых данным акционерным обществом, должна быть одинаковой, как и права, которые они предоставляют свои владельцам. В данном случае закон исходит из интересов участников фондового рынка, для которых одинаковость обыкновенных акций одного и того же акционерного общества более удобна прежде всего с точки зрения установления единой рыночной цены, чем одновременное присутствие на рынке обыкновенных акций данного акционерного общества, различающихся по своим характеристикам.

Уставный капитал определяет минимальный размер, которым должно располагать данное акционерное общество, чтобы гарантировать интересы его кредиторов.

Единовременный характер формирования уставного капитала. В мировой практике используются два подхода к формированию уставного капитала: единовременное или последовательное учредительство. В первом случае на момент регистрации акционерное общество должно располагать определенным уставным капиталом в соответствии с требованиями закона. Во втором — закон не устанавливает обязательных требований к размерам фактически собранного уставного капитала на момент регистрации акционерного общества.

Согласно закону «Об акционерных обществах» в России принято единовременное учредительство, которое считается наиболее жесткой формой

создания уставного капитала. Предполагается, что акционерное общество может считаться созданным, т. е. может начать функционировать только в том случае, если на момент регистрации в качестве юридического лица оно располагает определенным минимальным уставным капиталом.

Уставный капитал акционерного общества есть номинальная стоимость акций, приобретенных акционерами или размещенных среди акционеров. Однако в уставе акционерного общества, кроме уставного капитала, или номинальной стоимости размещенных акций, решением общего собрания акционеров может быть предусмотрена возможность дополнительного выпуска акций на случай, когда потребуется увеличение уставного капитала.

Итак, по отношению к уставному капиталу акционерного общества различают:

- **размещенные акции** — это акции, выпущенные акционерным обществом и приобретенные его акционерами; акции, из номинальной стоимости которых составлен уставный капитал акционерного общества на данный момент времени;

- **объявленные акции** — это акции, которые общество вправе размещать дополнительно к уже размещенным акциям; акции, номинальная стоимость которых представляет собой установленную в уставе на данный момент времени собранием акционеров границу возможного увеличения уставного капитала;

- **дополнительные акции** - это часть объявленных акций, в отношении которых принято решение о размещении на рынке; часть номинальной стоимости объявленных акций, на величину которой возрастет уставный капитал акционерного общества после завершения процедуры их эмиссии и перерегистрации устава.

Само по себе наличие (или отсутствие) в уставе объявленных акций ничем не регламентируется и никак не влияет на величину уставного капитала акционерного общества.

## 11. Формы заемного капитала корпорации.

**Заемный капитал** — капитал, полученный в виде долгового обязательства. В отличие от собственного капитала, имеет конечный срок и подлежит безоговорочному возврату. Обычно предусматривается периодическое начисление процентов в пользу кредитора. **Заемный капитал** подразделяется на краткосрочный (до одного года) и долгосрочный. Как правило, во время развития компания сталкивается со следующими видами заемного капитала (перечислены в порядке привлечения):

- векселя;
- лизинг;
- банковские кредиты;
- синдицированные кредиты;
- облигации;
- кредитные ноты;
- секьюритизированные активы.

Стоимость источника "**заемный капитал**", с учетом российского законодательства, равна  $1,8 * R * (1 - T) + (I - 1,8) * R$ , где  $R$  - ставка рефинансирования,  $I$  - ставка по кредиту,  $T$  - ставка налога на прибыль.

Заем - это получение от заимодавца денег или вещей в собственность заемщика на условиях возврата. По договору займа одна сторона (заимодавец) предоставляет в собственность другой стороне (заемщику) деньги или иные определенные родовыми признаками вещи в собственность, а заемщик обязуется возвратить заимодавцу такую же сумму денег или равное количество других полученных им вещей того же рода и качества (п. 1 ст. 807 ГК РФ).

Таким образом, предметом договора займа могут быть либо денежные средства, либо вещи, определенные родовыми признаками, то есть вещи, не имеющие индивидуальных, присущих только им черт и потому не отличающиеся от других однородных вещей.

Помимо индивидуально определенных вещей ограничения также касаются и

имущества, ограниченного в обороте (п. 2 ст. 129 ГК РФ). Вполне логично, что в качестве предмета займа не выступает имущество, которое может принадлежать лишь определенным участникам гражданского оборота либо, нахождение которого допускается лишь по специальному разрешению, если заемщик не относится к числу таких участников или не имеет соответствующего разрешения.

## **12. Долгосрочные банковские кредиты.**

Долгосрочный кредит - вид кредита, предоставляемого банком на срок от 2 до 10 лет для финансирования капитальных вложений либо приобретения бизнеса, с фиксированным периодом выборки траншей и жестким графиком погашения процентов и задолженности. Долгосрочное кредитование российскими банками производится на сроки 3-5 лет, реже на 7 лет, в то время, как иностранные банки, имея долгосрочные пассивы, могут позволить себе кредитовать предприятия в России на срок 5-10 лет.

Обязательные условия долгосрочного кредитования - целевое использование полученного кредита, залог внеоборотных активов в виде оборудования, транспорта или недвижимости, обращение регресса в случае неплатежеспособности заемщика на существующий бизнес или другие компании группы при финансировании новых проектов. Также может применяться залог акций компании.

Максимальная сумма долгосрочного кредита зависит от способности компании платить проценты и погашать кредит, соотношения долг/собственные средства и рыночной стоимости имущества, передаваемого в залог, с учетом применяемого банком дисконта. Также часто может применяться правило 30/70, т.е. требование финансирующего банка о внесении заемщиком не менее 30% от бюджета проекта собственными средствами

До кризиса процентная ставка в рублях находилась в интервале 10-14% годовых в рублях и 8-12% в иностранной валюте, сейчас процентная ставка находится в диапазоне 10-18% в рублях и 10-14% в иностранной валюте.

Стоимость кредита зависит от выбранного банка, финансового положения заемщика и качества залога. Может применяться плавающая процентная ставка. Как правило, проценты по кредиту выплачиваются ежемесячно или ежеквартально, но при определенных видах сделок можно говорить о льготном периоде (уплата только процентов или отсрочка погашения задолженности и выплаты процентов)

Кредитование возможно на срок от 2 до 10 лет.

Целевое использование - финансирование капитальных вложений или приобретения бизнеса.

В качестве обеспечения может выступать недвижимость, оборудование, другие основные средства. Применяемые банком дисконты составляют 30%-50% от балансовой либо оценочной стоимости имущества. Поручительства других юридических или физических лиц рассматриваются в качестве дополнительного обеспечения

Комиссия за выдачу кредита лежит в диапазоне от 0% до 1%, разумное значение составляет 0%-0.2%

Комиссия за ведение ссудного счета - нечасто встречается, один из способов заработать дополнительные деньги на заемщике

Комиссия за досрочное погашение может встречаться при низких процентных ставках

Особые условия в договоре

Перевод оборотов по счетам в банк-кредитор

Ограничения на кредитование в других банках

При проектном финансировании может потребоваться залог акций компании

Банки требуют застраховать имущество, передаваемое в залог, в пользу банка в страховых компаниях из утвержденного перечня. При страховании можно добиться разумных условий, проведя небольшой тендер среди предлагаемых страховых компаний

Очень важно минимизировать процентные и валютные риски и четко

понимать волатильность выручки при составлении долгосрочных прогнозов. При прогнозах денежных потоков целесообразно проанализировать разные сценарии и в качестве основного выбирать консервативный вариант, также пристальное внимание надо уделить долгосрочному прогнозу расходов и подбирать график погашения кредита, создавая достаточный запас ликвидности.

Долгосрочный кредит может выдаваться в рублях на сроки от 2 до 3-5 лет, на более длинные сроки кредиты предоставляются в основном в иностранной валюте

Онкольный кредит - это одна из разновидностей банковских кредитов, которая не имеет конкретного, установленного заранее срока использования или погашения. Онкольный кредит может быть возвращен заемщиком или истребован банком-кредитором к погашению без предупреждения или с коротким уведомлением - от трех до семи дней. Кроме того, данный вид кредитования называют кредитом до востребования.

### **13. Инвестиционный налоговый кредит.**

Инвестиционный налоговый кредит представляет собой такое изменение срока уплаты налога, при котором организации предоставляется возможность в течение определенного срока и в определенных пределах уменьшать свои платежи по налогу с последующей поэтапной уплатой суммы кредита и начисленных процентов (п. 1 ст. 66 НК РФ).

При получении инвестиционного налогового кредита организация денег не получает, но у нее появляется право уменьшать свои налоговые платежи в течение срока действия договора.

Общий порядок уменьшения предусмотрен ст. 66 НК РФ. Конкретный порядок уменьшения налоговых платежей определяется заключенным договором об инвестиционном налоговом кредите (п. 2 ст. 66 НК РФ). Так, уменьшение производится по каждому платежу соответствующего налога, по которому предоставлен кредит, за каждый отчетный период до тех пор, пока сумма, не уплаченная организацией в результате всех таких уменьшений

(накопленная сумма кредита), не станет равной сумме кредита, предусмотренной договором. Вне зависимости от количества заключенных договоров инвестиционного налогового кредита уменьшить налог можно только на 50% от его величины за отчетный (налоговый) период.

Инвестиционный налоговый кредит может быть предоставлен не каждому налогоплательщику и не по всем налогам.

Воспользоваться кредитом могут только организации, за исключением тех, в отношении которых (п. 1 ст. 62 НК РФ):

- проводится производство по делу о налоговом правонарушении либо по делу об административном правонарушении в области налогов и сборов, таможенного дела в части налогов, подлежащих уплате в связи с перемещением товаров через таможенную границу Российской Федерации;

- имеются достаточные основания полагать, что лицо воспользуется таким изменением для сокрытия своих денежных средств или иного имущества, подлежащего налогообложению.

Инвестиционный налоговый кредит предоставляется только по одному федеральному налогу (налогу на прибыль) и по всем региональным и местным налогам. Напомним, что к региональным налогам относятся: транспортный налог, налог на игорный бизнес, налог на имущество организаций, к местным - земельный налог.

Что касается налогов, уплачиваемых в рамках специальных налоговых режимов (единый сельскохозяйственный налог, УСН, ЕНВД, система налогообложения при выполнении соглашений о разделе продукции), то они относятся к федеральным налогам (п. 7 ст. 12 НК РФ, Письмо Минфина России от 20.04.2006 N 03-02-07/2-30). Следовательно, получить по ним инвестиционный налоговый кредит нельзя.

Имеются ограничения и по основаниям предоставления кредита (см. таблицу).

Основания предоставления кредита	Размер кредита
<p>Проведение НИОКР либо технического перевооружения собственного производства, в том числе направленного на создание рабочих мест для инвалидов или защиту окружающей среды от загрязнения промышленными отходами</p>	<p>Составляет 30% от стоимости приобретенного оборудования, используемого исключительно для перечисленных целей</p>
<p>Осуществление внедренческой или инновационной деятельности, в том числе создание новых или совершенствование применяемых технологий, создание новых видов сырья или материалов</p>	<p>Определяется по соглашению между уполномоченным органом и заинтересованной организацией</p>
<p>Выполнение особо важного заказа по социально-экономическому развитию региона или предоставление особо важных услуг населению</p>	<p>Определяется по соглашению между уполномоченным органом и заинтересованной организацией</p>
<p>Выполнение государственного оборонного заказа</p>	<p>Определяется по соглашению между уполномоченным органом и заинтересованной</p>

Для получения кредита необходимо предоставить обеспечение: залог имущества либо оформить поручительство (п. 5 ст. 61 НК РФ).

Согласно Решению ВАС РФ от 21.01.2008 N 14430/07 ФНС России не может ограничить налогоплательщика в праве выбора способа обеспечения исполнения налогового обязательства и вводить какие бы то ни было общие запреты или ограничения на применение установленного НК РФ способа обеспечения.

#### **14.Принятие решения о выпуске корпоративных облигаций.**

**Эмиссия корпоративных облигаций** может быть необходимым шагом в развитии любого бизнеса. Когда компании достигают определенной точки, когда они сталкиваются с необходимостью привлечения большего финансирования, **эмиссия облигаций** может стать стоящим вариантом. Представленный ниже список из 13 позиций позволит исследовать основные факторы для принятия взвешенного решения о том, является ли **корпоративная облигация** лучшим вариантом долгового финансирования.

Финансирование из внешних источников всегда будет обходиться дороже, чем использование внутренних, таким образом, поиск необходимых средств внутри компании является важной начальной точкой. Следует проанализировать денежные потоки на предмет выявления мест с избыточными наличными средствами, либо провести анализ денежных операций по всей компании и провести оптимизацию денежного оборота. Анализ часто помогает идентифицировать области для оптимизации, такие как работа с **дебиторами**, акционерами, торговые операции, управление кредитами, **капитальные расходы**, кадровая политика, привилегии руководителей, распределение активов, регулирование денежных операций банка (например, **резерв времени**), банковские комиссионные и снижение остатка избыточной наличности.

**Инновации на рынке долгосрочных долговых инструментов.** В данном контексте под долгосрочными долгами понимаются долговые обязательства сроком на 5-7 лет и более. Несмотря на это определение долгосрочного периода большинство из долговых инструментов, которые мы будем рассматривать, имеют сроки погашения, значительно превышающие 5-7 лет.

Долгосрочные обязательства играют важную роль в обеспечении стабильности структуры капитала компании. Финансовый риск долгосрочных обязательств ниже, чем для всех других форм заемных средств. В особенности если они имеют очень большой срок погашения, то по своему значению приближаются к акционерному капиталу.

**Вопросы по теме 4:**

1. Назовите долгосрочные источники финансирования корпорации.
2. Как осуществляется выбор долгосрочных источников финансирования корпорации?
3. Каковы основные источники акционерного капитала корпорации?
4. Назовите цели инкорпорирования.
5. Трансакционные издержки первоначального размещения акций.
6. Проблема размывания акционерного капитала.
7. Опишите методы размещения дополнительных выпусков акций.
8. Охарактеризуйте преимущества и недостатки финансирования на основе выпуска обыкновенных акций.
9. Планы владения акциями для работников компании как средство привлечения капитала и мотивации персонала компании.
10. Особенности формирования уставного капитала в российских корпорациях.
11. Формы заемного капитала корпорации.
12. Долгосрочные банковские кредиты.
13. Инвестиционный налоговый кредит.

#### 14. Принятие решения о выпуске корпоративных облигаций.

##### Тест по теме 4:

1. Основные фонды – это:

- капитал, вложенный в различные предприятия путем прямых или портфельных инвестиций
- средства труда, которые многократно используются в хозяйственном процессе, не изменяя при этом свою вещественно-натуральную форму
- деньги, пущенные в оборот и приносящие доходы от этого оборота
- запасы сырья, полуфабрикатов, топлива, тара, расходы будущих периодов, малоценные и быстроизнашивающиеся предметы

2. По мере увеличения доли заемных средств рентабельность собственного капитала будет падать

- тем быстрее чем больше превышение
- превышение прибыли, остающейся в распоряжении предприятия над прибылью до уплаты налогов
- цены заемных средств над рентабельностью вложений
- цены заемного капитала над рентабельностью заемного капитала
- прибыли до уплаты налогов над выручкой от реализации продукции

## Лекция 5.

### Тема 5 Выбор долгосрочных источников финансирования корпорации.

**Аннотация.** Данная тема раскрывает выбор долгосрочных источников финансирования корпорации.

**Ключевые слова.** Корпорация

#### Методические рекомендации по изучению темы

- Тема содержит лекционную часть, где даются общие представления по теме;
- В качестве самостоятельной работы предлагается написать рефераты по особенностям финансирования корпораций и выступить с устными докладами.
- Для проверки усвоения темы имеются вопросы к каждой лекции и тесты.

#### Рекомендуемые информационные ресурсы:

1. Белолипецкий В.Г., Финансовый менеджмент. – М.: КНОРУС, 2006. – 448 с.
2. Бланк И.А., Финансовый менеджмент. – К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. – 656 с.
3. Владыка М.В., Гончаренко Т.В., Финансовый менеджмент. – М.: Проспект, 2006. – 264 с. 4) Гаврилова А.Н., Сысоева Е.Ф., Барабанов А.И., Финансовый менеджмент. – М.: КНОРУС, 2008. - 432 с. 5) Карасева И.М., Ревякина М.А, Финансовый менеджмент. Омега-Л, 2008. – 335 с.
4. Кузнецов Б.Т., Финансовый менеджмент. –М.: ЮНИТИ-ДАНА,2005. – 415 с.
5. Ковалёв В.В. Основы теории финансового менеджмента. – М.: Проспект, 2008. – 544 с.
6. Ковалёв В.В. Курс финансового менеджмента. – М.: Проспект, 2008.

### **Список сокращений:**

WACC- средневзвешенная стоимость капитала фирмы

СК- средняя сумма собственного капитала

ЭФР- эффект финансового рычага

ФР- финансовый рычаг

### **Глоссарий.**

**Источник средств** - это условное название какой-либо статьи в пассивной стороне бухгалтерского баланса, трактуемой как совокупность капитала собственников и обязательств, т. е. задолженности, предприятия перед третьими лицами.

**Корпорация** - это соответствующим образом юридически оформленная и зарегистрированная экономическая единица, чьи активы отделены от личной собственности владельцев и менеджеров.

**Финансирование** - выделение денежных средств, финансовых ресурсов на что-либо.

### **Вопросы для изучения:**

1. Выбор долгосрочных источников финансирования корпорации.
2. Определение средневзвешенных затрат на капитал корпорации.
3. Составляющие капитала.
4. Принципы и методы оценки затрат на заемный и собственный капитал корпорации.
5. Проблема определения затрат на гибридные инструменты.
6. Влияние лизинговых операций на процедуру вычисления средневзвешенных затрат на капитал.
7. Понятие предельных затрат на капитал.
8. Амортизационный фонд и затраты на капитал.
9. Способы снижения затрат на капитал.
10. Структура капитала и финансовая структура.
11. Значение структуры капитала в финансовом управлении.

12. Факторы, определяющие выбор структуры капитала.
13. Концепция финансового рычага.
14. Влияние финансового рычага на прибыльность акций.
15. Роль собственного капитала в структуре капитала корпорации.
16. Определение затрат на капитал и анализ структуры капитала для российских акционерных компаний.

### **1. Выбор долгосрочных источников финансирования корпорации.**

К стратегическим финансовым решениям относится выбор стратегии финансирования текущих активов (выбор соотношения между долгосрочными источниками и краткосрочными). К тактическим решениям относится оптимизация величины текущих активов и краткосрочных обязательств, т. е. выбор 1) политики управления запасами, 2) политики предоставления скидок и продажи в кредит, 3) политики по денежным средствам (оптимизация величины денежных средств на счетах или в кассе), 4) источников краткосрочного финансирования и политики спонтанного финансирования (выбор между оплатой в момент покупки или покупкой в кредит).

Оптимизация величины чистого оборотного капитала зависит от таких факторов, как: временной характер потребности в денежных средствах; стоимость капитала и его составных элементов. При низкой стоимости капитала его привлечение для покрытия текущих активов оправдано (например, если государство выделяет денежные средства в виде льготного долгосрочного кредита для пополнения оборотных средств). Если долгосрочные источники имеют высокую стоимость, то их использование не оправдано с точки зрения максимизации рыночной оценки капитала.

Для определения временного характера потребности в финансовых источниках выделяются две группы текущих активов. Первая - группа низкой ликвидности, потребность в покрытии которой постоянна, и вторая — группа

высоколиквидных активов с периодической потребностью в финансировании.

К первой группе относятся активы низкой ликвидности, объем которых относительно неизменен на краткосрочном (до года) отрезке времени. На практике иногда к этой группе относят минимальный объем необходимых текущих активов (если можно указать обязательную величину среднего остатка запасов, дебиторской задолженности для нормального функционирования) или наблюдаемый за ряд прошедших лет минимальный объем активов.

Ко второй группе относят высоколиквидные активы, которые можно в случае потребности погашения обязательств быстро реализовать, и активы, потребность в которых возникает периодически (например, сезонно)

Вторая группа активов должна финансироваться краткосрочными обязательствами (банковскими ссудами на срок не больше полугода и кредиторскими задолженностями).

Основные средства и низколиквидные текущие активы следует финансировать долгосрочными источниками (долгосрочные обязательства, дополнительная эмиссия акций) и стабильными составляющими краткосрочной задолженности (с поставщиками, работниками).

## **2. Определение средневзвешенных затрат на капитал корпорации.**

Очевидно, рыночная оценка стоимости капитала корпорации должна быть найдена как средневзвешенная величина отдельных его составляющих, где в качестве весов используются доли каждой части капитала корпорации в его общей сумме. При этом эти удельные веса также должны определяться по их рыночной оценке:

$$WACC = \sum W_j \times k_j, M,$$

где  $W_j$  — удельный вес суммы капитала  $j$ -го вида в общей рыночной оценке суммы капитала корпорации;  $k_j$  — рыночная стоимость капитала  $j$ -го вида; WACC (weighted average cost of capital) — средневзвешенная стоимость капитала корпорации.

Некоторые дополнительные трудности в расчет WACC вносит быль.

налогообложение прибыли. Дело в том, что в мировой практике (и в проекте российского налогового кодекса) проценты по долгу выплачиваются до налога на прибыль, а инвесторы — акционеры распоряжаются прибылью после вычета налогов.

Средневзвешенная стоимость капитала с учетом налогового щита:  
 $WACC = k_d \times W_d \times (1 - T) + k_e \times W_e$ .

Это приводит к тому, что при использовании заемного капитала стоимость капитала корпорации снижается не только из-за того, что долг менее рискован, но и в связи с налоговым выигрышем ("налоговым щитом"), который возникает при финансировании за счет долга.

Действительно, для предприятия лучше сначала выплатить доход кредитору, а затем от оставшейся части по ставке определить налог на прибыль, чем заплатить по той же ставке налог со всей прибыли, а потом выплачивать процентный доход.

С учетом налогового щита, формула определения средневзвешенной стоимости капитала примет вид:  $WACC = k_d \times W_d \times (1 - T) + k_e \times W_e$ , где  $k_d$  — стоимость заемного капитала (средняя);  $W_d$  — удельный вес долга в структуре капитала корпорации;  $T$  — ставка налога на прибыль;  $k_e$  — средняя стоимость собственного капитала корпорации;  $W_e$  — удельный вес собственного капитала в структуре капитала корпорации.

Действующая в России налоговая система не позволяет в полной мере использовать налоговый щит. Согласно существующим правилам, проценты по долгосрочному долгу выплачиваются после налога на прибыль. Из-под налогообложения выводится лишь часть процентов по краткосрочным кредитам, в пределах ставки рефинансирования, увеличенной на 3 %. Можно показать, что при такой ситуации формула для определения средневзвешенной стоимости капитала примет вид:  $WACC > k_e W_e + W_s d (k_s d - r_t) + k_i d W_l d$  для  $k_s d > r$ ;  $WACC > k_e W_e + W_s d k_s d (1 - t) + k_i d W_l d$  для  $k_s d < r$ ,

где WACC — стоимость капитала (минимальная ставка доходности проектов);

$W_e$ ,  $w_{sd}$ ,  $w_{id}$  — удельный вес соответственно собственных, краткосрочных платных заемных и долгосрочных заемных средств в капитале предприятия (д.ед.);

$k_e$ ,  $k_{sd}$ ,  $k_{id}$  — стоимость собственного, краткосрочного платного заемного и долгосрочного заемного капитала, %;  $r$  — ставка рефинансирования плюс три процента (предельная стоимость краткосрочных заемных средств, относимая на себестоимость), %;  $t$  — средняя ставка налога на прибыль, д. ед.

### **3. Составляющие капитала.**

**Составляющие капитала** предприятия — это краткосрочная и долгосрочная задолженности, привилегированные и обыкновенные акции, а для небольшого предприятия — обязательства перед одним или несколькими владельцами. Цена капитала, получаемого из различных источников, различается.

*Бесплатный капитал.* Это источники средств, за пользование которыми предприятие ничего не платит: спонтанно возникающая кредиторская задолженность за товары, работы и услуги, задолженность по заработной плате, задолженность по уплате налогов.

*Исторические и предельные — маржинальные — затраты.* Показатель WACC необходим прежде всего для составления и анализа бюджета, предназначенного для финансирования портфеля инвестиционных проектов. Поэтому релевантными — значимыми — являются не исторические, отражаемые в учете средства, а издержки по привлечению новых источников средств. Важна средневзвешенная цена капитала (WACC), привлекаемого для финансирования инвестиционных проектов, а не цена отраженного в балансе капитала предприятия.

Именно средневзвешенная цена нового, дополнительного капитала, привлекаемого для финансирования инвестиционных проектов, должна

рассматриваться при определении ставки дисконтирования денежных потоков.

#### **4. Принципы и методы оценки затрат на заемный и собственный капитал корпорации.**

Базовая модель оценки затрат на заемный капитал — это модель оценки выпуска корпоративных облигаций. Факт их обращения на рынке капитала позволяет получить правильный показатель требуемой инвесторами-кредиторами доходности. В-третьих, нельзя не учесть тот факт, что проценты по заемным средствам выплачиваются до начисления налога на прибыль и становятся причиной возникновения экономии на налогах на прибыль.

Рассматривая затраты на заемный капитал, надо иметь в виду, что привилегированные акции принято классифицировать как гибрид долговых ценных бумаг и обыкновенных акций. Поэтому выпуски привилегированных акций относят к элементам заемного капитала при определении пропорции заемного и собственного капиталов. Затраты на капитал, привлекаемый в виде привилегированных акций, представляют собой также ожидаемую держателями этих акций норму доходности. Если же рассматривается новый выпуск привилегированных акций, то затраты на этот вид капитала следует скорректировать на сумму эмиссионных расходов (в расчете на одну акцию).

#### **5. Проблема определения затрат на гибридные инструменты.**

Гибридные инструменты используются для привлечения финансирования достаточно давно в форме привилегированных акций и конвертируемых облигаций. Из них только привилегированные акции одновременно сочетают в себе свойства СК и долга, в то время как конвертируемые облигации в определенный момент времени являются лишь чем-то одним. Однако привилегированным акциям недостает такого существенного свойства как использование налоговых льгот (налогового щита). Рынок США решил данную проблему созданием в 1993 году так называемых «trust preferreds» (или trust preferred securities, TruPS), которые

могли быть структурированы с целью снижения налогов эмитента. Также как и долговое финансирование, эти бумаги предполагали налоговый щит и вместе с тем оставляли своим эмитентам возможность отсрочки процентных выплат в случаях текущих финансовых затруднений. Механизм выпуска TruPS следующий: родительская компания учреждает специальную «оболочную» компанию (SPV) с ограниченной ответственностью (LLC), которая эмитирует привилегированные акции и предоставляет полученные в ходе размещения средства в виде субординированного кредита родительской компании. TruPS в большинстве случаев классифицируются как самый младший субординированный долг, обладая с точки зрения платежей старшинством по отношению к традиционным привилегированным акциям, но уступая всем видам долговых обязательств.

#### **6. Влияние лизинговых операций на процедуру вычисления средневзвешенных затрат на капитал.**

Расходы по договору лизинга представляют собой для арендатора ряд жестко фиксированных договором лизинговых платежей лизингодателю. Но если бы фирма получила арендуемое оборудование не по лизингу, а купила, то, скорее всего, такое приобретение также было бы сделано ею с рассрочкой платежа. И тогда расчет за купленное оборудование осуществлялся бы с помощью ряда платежей продавцу, жестко фиксированных договором о покупке. Следовательно, лизинговые платежи столь же детерминированы, как и платежи в погашение долга по договору продажи в рассрочку. И те, и другие платежи осуществлять необходимо — иначе последуют штрафные санкции различного рода.

Но погашение долга по договору покупки в рассрочку также имеет свои налоговые аспекты. Процентные выплаты — в норме — полностью относятся на расходы фирмы и тем самым сокращают налогооблагаемую сумму доходов.

Определив стоимость лизинга, сопоставимую по экономическим

условиям с покупкой в рассрочку, надо теперь определить: сколько стоило бы фирме приобретение оборудования на условиях рассрочки. Сопоставление этих двух сумм и даст ответ на вопрос, что выгоднее — покупка или лизинг?

Стоимость покупки оборудования в рассрочку представляет собой приведенную текущую стоимость денежных оттоков к продавцу, скорректированных на ставку налогообложения доходов покупателя. Она может быть определена по формуле

$$C_b = I_0 + \sum_{t=1}^k \frac{P_t}{(1+k_d)^t} + \sum_{t=0}^n \frac{(1-T)C_t^{op} - TD_t}{(1+k_d)^t} - \frac{NTV}{(1+k_o)^n}, \quad (1)$$

где  $n$  — общий срок погашения задолженности по активам, приобретенным в рассрочку, лет;

$I_0$  — начальный платеж за оборудование (цена приобретения плюс затраты на монтаж);

$k$  — срок осуществления последующих выплат по рассрочке ( $k < n$ );

$C_b$  — общая стоимость затрат на приобретение капитала в рассрочку;

$P_0, P_1$  — первоначальный и последующие платежи

### 7. Понятие предельных затрат на капитал.

Средние издержки характеризуют затраты на единицу продукции, валовые издержки - затраты в целом, а предельные издержки дают возможность исследовать динамику валовых издержек, попытаться предвидеть негативные тенденции в будущем и в конечном итоге сделать вывод о наиболее оптимальном варианте производственной программы.

Предельные издержки - это дополнительные издержки, возникающие при производстве дополнительной единицы продукции. Другими словами, предельные издержки представляют собой прирост валовых издержек при увеличении производства на одну единицу. Математически мы можем определить предельные издержки следующим образом:

Предельные издержки показывают, дает ли прибыль выпуск

дополнительной единицы продукции или нет.

Вначале предельные издержки сокращаются, оставаясь ниже средних. Это связано со снижением издержек на единицу продукции вследствие положительного эффекта масштаба. Затем, как и средние, предельные издержки начинают расти.

Очевидно, что производство дополнительной единицы продукции дает и прирост совокупного дохода. Для определения прироста дохода вследствие увеличения производства продукции используется понятие предельного дохода или предельной выручки.

Предельный доход (MR) - дополнительный доход, получаемый при увеличении производства продукции на одну единицу.

### **8. Амортизационный фонд и затраты на капитал.**

Самофинансирование в целях поддержания уровня производства осуществляется за счет средств амортизационного фонда. Под амортизацией понимается постепенный перенос стоимости необоротных активов на стоимость произведенной продукции. Другими словами, за время полезного срока использования необоротных активов (основную часть которых составляют производственные здания, оборудование и транспорт) необходимо накопить сумму денежных средств, достаточную для приобретения изношенных активов. Накопление происходит на определенном банковском счете предприятия, который называется амортизационным фондом. Напомним, что фондом называется обособленная (на банковском счете) часть денежных средств, имеющая целевое назначение. Назначением средств амортизационного фонда является восстановление (приобретение взамен изношенных) необоротных активов. Амортизацию можно рассматривать как бухгалтерскую констатацию потери части стоимости необоротных активов в результате их использования или хранения на предприятии.

Различают два основных вида амортизации:

- 1) амортизацию, связанную с износом;
- 2) исключительную амортизацию.

Под амортизацией, связанной с износом, понимается амортизация конкретных необоротных активов, которая заключается в накоплении в амортизационном фонде за время полезного использования активов их списываемой стоимости. Под списываемой стоимостью понимается разница между себестоимостью необоротного актива и ликвидационной стоимостью. Под ликвидационной стоимостью понимается стоимость необоротного актива в конце срока полезного использования имущества. Под исключительной амортизацией понимается формирование определенного резерва в составе собственного капитала за счет денежных средств, высвобожденных в процессе начисления амортизации, связанной с износом, в связи с предоставлением налоговых льгот. Средства такого резерва направляются на финансирование экстраординарных расходов.

Назначением средств амортизационных фондов является восстановление (приобретение взамен изношенных) необоротных активов. Однако даже в случае своевременного пополнения амортизационного фонда накопленных денежных средств в конце срока полезного использования оборудования может оказаться недостаточно для его замены. В результате инфляции рыночные цены на оборудование повышаются, а средства амортизационного фонда обесцениваются. По этой причине в течение срока существования амортизационного фонда его средства с целью оптимизации направляются на финансирование текущих активов.

### **9.Способы снижения затрат на капитал.**

Стоимость капитала используется для оценки стоимости предприятия, которая в этом случае определяется как приведенная стоимость денежных потоков, генерируемых предприятием в течение срока его жизни, дисконтированных по ставке, равной стоимости капитала.

На стоимость привлеченного капитала оказывают влияние различные

факторы, в том числе:

- 1) операционный риск, связанный с производством и реализацией продукции;
- 2) операционная зависимость (операционный рычаг);
- 3) структура финансирования.

Уровень операционного риска находится в прямой зависимости от спроса на продукцию предприятия и ее конкурентоспособности. Операционный риск, в свою очередь, оказывает влияние на стоимость долга.

Операционная зависимость (операционный рычаг) определяется долей постоянных расходов в совокупных расходах предприятия. Под постоянными расходами (издержками) понимаются расходы, которые не следуют за динамикой производства, т.е. расходы, осуществляемые независимо от того, действуют или простаивают активы предприятия. Чем выше доля постоянных расходов при неизменности других показателей, тем выше риск, связанный с неопределенностью будущих доходов, и, соответственно, стоимость капитала предприятия. И наоборот, чем меньше доля постоянных расходов при неизменности других показателей, тем меньше риск, связанный с неопределенностью будущих доходов, и, соответственно, стоимость капитала предприятия.

Существуют различные способы снижения операционной зависимости, в том числе выплата заработной платы персоналу в зависимости от результатов деятельности. Стоимость капитала зависит от структуры финансирования предприятия, составной частью которой является структура капитала. Под структурой финансирования понимается соотношение долгосрочных и краткосрочных заемных средств; под структурой капитала — соотношение собственного и долгосрочного заемного капитала. Изменение структуры финансирования, т.е. соотношения собственного капитала и долга (внешних обязательств), а также структуры капитала, т.е. соотношения собственного капитала и долгосрочного долга, оказывает влияние на стоимость

капитала предприятия.

С одной стороны, стоимость долга, как правило, ниже стоимости собственного капитала, что объясняется двумя основными причинами:

- 1) риск кредитора ниже риска акционера;
- 2) долг дает преимущество налоговой защиты по процентным платежам.

С другой стороны, стоимость долга тем выше, чем больше его доля в структуре капитала. Чем больше объем долга, тем труднее его вернуть.

### **10. Структура капитала и финансовая структура.**

«Под финансовой устойчивостью следует понимать платежеспособность предприятия во времени с соблюдением условия финансового равновесия между собственными и заемными средствами».

Таким образом, управление финансовой устойчивостью построено на основе соблюдения балансового уравнения: Активы = Заемный капитал  $\cup$  Собственный капитал ( $\cup$  - знак объединения). При этом финансовая стратегия организации должна строиться на достижении следующих целей:

- приобретение финансовых ресурсов по минимальной цене;
- инвестирование капитала по ставке дохода более высокой, чем цена финансовых ресурсов;
- согласование величины и сроков привлечения собственного и заемного капитала.

Между финансовой устойчивостью и финансовым рычагом существует определенное противоречие, которое состоит в том, что рост финансового рычага в структуре пассивов организации приводит к увеличению рентабельности собственного капитала (ROE) как одного из критериев принятия эффективных финансовых решений. В то же время повышение удельного веса заемного капитала в валюте баланса снижает финансовую устойчивость организации и генерирует повышенный финансовый риск.

Основная задача — найти не только оптимальное соотношение между собственным и заемным капиталом (финансовый рычаг), минимизирующим

средневзвешенную цену капитала (WACC), но и создать необходимые условия для сохранения или увеличения финансовой устойчивости организации. Только соблюдая эти условия, организация может обеспечить рост рентабельности собственного капитала как результирующего показателя эффективности ее деятельности без утраты стабильности ее финансово-экономического состояния.

### **11. Значение структуры капитала в финансовом управлении.**

Современная трактовка понятия структура капитала позволяет существенно расширить сферу практического использования этой теоретической концепции:

1) При такой трактовке теоретический базис концепции структуры капитала полностью синхронизируется с концепцией стоимости капитала, что позволяет комплексно использовать их инструментарий в целях повышения рыночной стоимости организации.

2) Трактовка позволяет теснее увязать эффективность использования капитала с эффективностью использования активов, в которые он авансирован.

В этом случае может быть элиминирована роль структуры капитала в обеспечении роста эффективности использования совокупных активов;

3) Она позволяет исследовать особенности и разрабатывать рекомендации не только для крупных организаций, но и для средних и малых, доступ которых на рынок долгосрочных капиталов ограничен.

Управление структурой капитала заключается в создании смешанной его структуры, представляющей такое оптимальное соотношение собственных и заемных источников, при котором минимизируется средневзвешенная стоимость капитала и максимизируется рыночная стоимость организации.

## **12. Факторы, определяющие выбор структуры капитала.**

На политику формирования структуры капитала влияют многие факторы:

1. Стабильность реализации продукции (чем стабильнее, тем безопаснее привлечение заемных средств).
2. Структура активов предприятия (чем больше ликвидных средств, тем больше возможностей по привлечению заемных средств).
3. Темпы развития предприятия (быстрорастущие предприятия на ранних стадиях своего жизненного цикла, производящие конкурентно способную продукцию, имеют большую возможность по привлечению заемного капитала).
4. Уровень рентабельности деятельности (при высокой рентабельности можно капитализировать часть прибыли и тем самым уменьшить потребность в заемном капитале).
5. Уровень налогообложения прибыли (при высоких ставках налога и возможности отнести расходы по обслуживанию займа на издержки производства выгодным становится привлечение заемного капитала).
6. Отношение займодателей к предприятию. Даже при высокой доле собственных средств займодатель может руководствоваться другими критериями, что снизит возможность привлечения заемного капитала.
7. Конъюнктура финансового рынка. Удорожание или удешевление расходов по заемному капиталу определяет возможности и эффективность его привлечения.

Формирование финансовой структуры капитала состоит из ряда этапов:

1. Определение общей потребности в капитале.
2. Оценка стоимости общего и заемного капитала.

## **13. Концепция финансового рычага.**

Финансовый рычаг (финансовый леве́ридж) — это отношение заемного капитала компании к собственным средствам, он характеризует степень риска

и устойчивость компании. Чем меньше **финансовый рычаг**, тем устойчивее положение. С другой стороны, заемный капитал позволяет увеличить коэффициент рентабельности собственного капитала, т.е. получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

Показатель, отражающий уровень дополнительной прибыли при использовании заемного капитала называется эффектом финансового рычага.

Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ЭФР} = (1 - \text{Сн}) \times (\text{КР} - \text{Ск}) \times \text{ЗК/СК},$$

где: ЭФР — эффект финансового рычага, %. Сн — ставка налога на прибыль, в десятичном выражении. КР — коэффициент рентабельности активов (отношение валовой прибыли к средней стоимости активов), %. Ск — средний размер ставки процентов за кредит, %. Для более точного расчета можно брать средневзвешенную ставку за кредит. ЗК — средняя сумма используемого заемного капитала. СК — средняя сумма собственного капитала.

Формула расчета эффекта финансового рычага содержит три сомножителя:

$(1 - \text{Сн})$  — не зависит от предприятия.  
 $(\text{КР} - \text{Ск})$  — разница между рентабельностью активов и процентной ставкой за кредит. Носит название дифференциал (Д).  $(\text{ЗК/СК})$  — **финансовый рычаг** (ФР). Запишем формулу эффекта финансового рычага короче:  $\text{ЭФР} = (1 - \text{Сн}) \times \text{Д} \times \text{ФР}$ .

сделать вывод:

#### **14. Влияние финансового рычага на прибыльность акций.**

**Финансовый рычаг** (леверидж) характеризует использование предприятием заемных средств, которое влияет на величину рентабельности собственного капитала. **Финансовый рычаг** представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме используемого предприятием капитала, позволяющий ему получить

дополнительную прибыль на собственный капитал.

Идея финансового рычага по американской концепции заключается в оценке уровня риска по колебаниям чистой прибыли, вызванным постоянной величиной затрат предприятия по обслуживанию долга. Его действие проявляется в том, что любое изменение операционной прибыли (прибыли до уплаты процентов и налогов) порождает более существенное изменение чистой прибыли.

Интерпретация коэффициента силы воздействия финансового рычага: он показывает, во сколько раз прибыль до вычета процентов и налогов превосходит чистую прибыль. Нижней границей коэффициента является единица. Чем больше относительный объем привлеченных предприятием заемных средств, тем больше выплачиваемая по ним сумма процентов, выше сила воздействия финансового рычага, более вариабельна чистая прибыль.

Чем выше сила воздействия финансового рычага, тем более нелинейный характер приобретает связь между чистой прибылью и прибылью до вычета процентов и налогов. Незначительное изменение (возрастание или убывание) прибыли до вычета процентов и налогов в условиях высокого финансового рычага может привести к значительному изменению чистой прибыли.

В процессе управления финансовым рычагом налоговый корректор может быть использован в случаях:

- если по различным видам деятельности предприятия установлены дифференцированные ставки налогообложения;
  - если по отдельным видам деятельности предприятие использует льготы по налогу на прибыль;
  - если отдельные дочерние фирмы предприятия осуществляют свою деятельность в свободных экономических зонах своей страны, где действует льготный режим налогообложения прибыли, а также в зарубежных странах.
- В этих случаях, воздействуя на отраслевую или региональную структуру производства и, соответственно, на состав прибыли по уровню ее

налогообложения, можно, снизив среднюю ставку налогообложения прибыли, уменьшить воздействие налогового корректора финансового рычага на его эффект (при прочих равных условиях). Дифференциал финансового рычага является условием возникновения эффекта финансового рычага. Положительный ЭФР возникает в тех случаях, если рентабельность совокупного капитала ( $R_a$ ) превышает средневзвешенную цену заемных ресурсов ( $C_{зк}$ ).

### **15. Роль собственного капитала в структуре капитала корпорации.**

Капитал предприятия можно рассматривать с нескольких точек зрения. Прежде всего, целесообразно различать капитал реальный, т.е. существующий в форме средств производства, и капитал денежный, т.е. существующий в форме денег и используемый для приобретения средств производства, как совокупность источников средств для обеспечения хозяйственной деятельности предприятия. Рассмотрим сначала денежный капитал.

Средства, обеспечивающие деятельность предприятия, обычно делятся на собственные и заемные.

Собственный капитал предприятия представляет собой стоимость (денежную оценку) имущества предприятия, полностью находящегося в его собственности.

В учете величина собственного капитала исчисляется как разность между стоимостью всего имущества по балансу, или активами, включая суммы, не востребованные с различных должников предприятия, и всеми обязательствами предприятия в данный момент времени.

Собственный капитал предприятия складывается из различных источников: уставного, или складочного, капитала, различных взносов и пожертвований, прибыли, непосредственно зависящей от результатов деятельности предприятия. Особая роль принадлежит уставному капиталу, который будет ниже рассмотрен более подробно.

Заемный капитал — это капитал, который привлекается предприятием

со стороны в виде кредитов, финансовой помощи, сумм, полученных под залог, и других внешних источников на конкретный срок, на определенных условиях под какие-либо гарантии.

## **16.Определение затрат на капитал и анализ структуры капитала для российских акционерных компаний.**

**Структура капитала компании**, являясь результатом принятых решений о финансировании, может иметь случайный характер или быть результатом целенаправленного выбора. Но даже сознательно установленная пропорция заемного и собственного капиталов порой далека от оптимальной. Оптимальная структура - это соотношение заемного и собственного капиталов, при котором достигается минимум совокупных затрат на капитал, которым компания финансирует долгосрочное развитие, или средневзвешенных затрат на капитал (WACC, weighted average cost of capital). Структура капитала - это важный стратегический параметр компании. С одной стороны, чрезмерно низкая доля заемного капитала фактически означает недоиспользование потенциально более дешевого, чем собственный капитал, источника финансирования. Такая структура означает, что у компании складываются более высокие затраты на капитал, и создает для нее завышенные требования к доходности будущих инвестиций. С другой стороны, структура капитала, перегруженная заемными средствами, также предъявляет слишком высокие требования к доходности капитала, поскольку повышается вероятность неплатежа и растут риски для инвестора.

Стратегическая важность решений по структуре капитала связана с тем, что высокие затраты на капитал, возникающие как при недоиспользовании, так и при чрезмерном вливании кредитных ресурсов, создают препятствия для развития компании.

Во-первых, ей предстоит двигаться по ее кривой жизненного цикла с более высокими требованиями к доходности вложенного капитала, быть гораздо более жесткой и избирательной в отборе инвестиций, поскольку не

всякие привлекательные бизнес-идеи будут удовлетворять слишком высоким требованиям к доходности капитала.

Во-вторых, поскольку у компании возникнут дополнительные ограничения на инвестиционные возможности, она не сможет быть достаточно гибкой и маневренной в конкуренции. Высокие затраты на капитал будут превращаться в тормоз для быстрого и, главное, эффективного реагирования на изменяющиеся тенденции развития рынков сбыта.

В-третьих, если пропорция заемного и собственного капиталов не является оптимальной, усугубляется конфликт интересов профессионального менеджмента и собственников, или агентский конфликт. Он может проявляться в трансформации мотивации менеджмента, формировании эгоистичного стиля принятия инвестиционных решений, ведущего к реализации неэффективных проектов, а также особо рискованных проектов. Наконец, слишком высокая доля заемного капитала не может оставаться незамеченной приверженными ей контрагентами по бизнесу - клиентами и поставщиками, входящими в категорию так называемых заинтересованных лиц компании (stakeholders). Рациональное поведение таких контрагентов будет вести их к поиску других вариантов, а это, в свою очередь, послужит толчком к ухудшению взаимоотношений, условий договоров, сворачиванию объемов, падению выручки, сокращению потоков денежных средств.

### **Вопросы по теме:**

1. Выбор долгосрочных источников финансирования корпорации.
2. Определение средневзвешенных затрат на капитал корпорации.
3. Составляющие капитала.
4. Принципы и методы оценки затрат на заемный и собственный капитал корпорации.
5. Проблема определения затрат на гибридные инструменты.
6. Влияние лизинговых операций на процедуру вычисления

средневзвешенных затрат на капитал.

7. Понятие предельных затрат на капитал.

8. Амортизационный фонд и затраты на капитал.

9. Способы снижения затрат на капитал.

10. Структура капитала и финансовая структура.

11. Значение структуры капитала в финансовом управлении.

12. Факторы, определяющие выбор структуры капитала.

13. Концепция финансового рычага.

14. Влияние финансового рычага на прибыльность акций.

15. Роль собственного капитала в структуре капитала корпорации.

16. Определение затрат на капитал и анализ структуры капитала для российских акционерных компаний.

#### **Тест по теме 5:**

1. Суть ускоренной амортизации состоит:

а) в начислении амортизации в первые годы эксплуатации повышенными нормами;

б) в увеличении накопленного размера амортизационного фонда по сравнению с линейным методом;

в) в списании ежегодных амортизационных отчислений на себестоимость производства.

2. С увеличением ставки налога на прибыль стоимость заемного капитала, привлекаемого предприятием:

а) увеличивается пропорционально квадратному корню из ставки налога на прибыль;

б) увеличивается;

в) не изменяется;

г) уменьшается пропорционально квадратному корню из ставки налога на прибыль;

д) уменьшается.

## Лекция 6.

### Тема 6 Дивидендная политика

**Аннотация.** В данной теме раскрывается значение дивидендной политики.

**Ключевые слова.** Дивидендная политика.

#### Методические рекомендации по изучению темы

- Тема содержит лекционную часть, где даются общие представления по теме;
- В качестве самостоятельной работы предлагается написать рефераты по теме дивидендная политика и выступить с устными докладами.
- Для проверки усвоения темы имеются вопросы к каждой лекции и тесты.

#### Рекомендуемые информационные ресурсы:

1. Лихачева О.Н., Щуров С.А. Долгосрочная политика предприятия: Учебное пособие / Под ред. И.Я. Лукасевича. – М.: Вузовский учебник, 2007. – 288 с.
2. Салин В.Н. Техника финансово-экономических расчетов: Учеб. пособие. - М.: Финансы и статистика, 2002. - 112 с.
3. Финансовый менеджмент: Учебник для вузов / Под ред. акад. Г.Б. Поляка. – 2-е изд., перераб. И доп. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 527 с.
4. Экономический анализ: Учебник для вузов / Под ред. Л.Т. Гиляровской. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 527 с.
5. Гутова А.В. Управление денежными потоками: теоретические аспекты // Финансовый менеджмент. 2004. №4.
6. Черемушкин С. Оценка финансового состояния компании на основе денежных коэффициентов // Финансовый менеджмент. 2007. №5. с. 11.

## **Глоссарий.**

**Тендерный выкуп акций** – предложение фирмы выкупить некоторые из ее собственных акций.

**Дивиденды** – денежный доход акционеров, получаемый в соответствии с долей его вклада в общую сумму собственного капитала организации.

**Дивидендная политика** — политика акционерного общества в области распределения прибыли компании, то есть распределения дивидендов между держателями акций.

### **Вопросы для изучения:**

1. Дивидендная политика и возможность ее выбора.
2. Роль дивидендов в формировании стоимости активов компании.
3. Теории, представляющие политику выплаты дивидендов.
4. Факторы, определяющие дивидендную политику.
5. Стратегии дивидендной политики.
6. Выкуп акций.
7. Выплата дивидендов акциями и дробление акций.
8. Особенности формирования дивидендной политики в России.

### **1. Дивидендная политика и возможность ее выбора.**

Дивидендная политика, т.е. принятия решения о том, выплачивать ли заработанные средства в виде дивидендов или оставлять их и реинвестировать в активы фирмы, имеет три ключевых элемента.

Существует различные подходы в теории дивидендной политики.

*1. По мнению Ф. Модильяни и М. Миллера (теория иррелевантности дивидендов), Политика выплат дивидендов не влияет на стоимость фирмы или цену ее капитала. По их мнению, стоимость фирмы определяется ее общей способностью приносить прибыль и степенью риска; более того, стоимость фирмы в большей степени зависит от инвестиционной политики, нежели от того, какая часть прибыли выплачивается в виде дивидендов, а*

какая реинвестируется. Введя некоторые ограничения, Модильяни и Миллер показали, что если фирма платит высокие дивиденды, то она должна выпускать и большее число новых акций, и что доля стоимости компании, предлагаемая новым инвестором, должна равняться сумме выплаченных дивидендов. Основной вывод этих ученых – дивидендная политика не нужна.

2. Основными идеологами второго подхода к проблеме выбора дивидендной политики является М. Гордон и Д. Линтнер (теория «синицы в руках»). Не соглашаясь с Модильяни и Миллер, они доказывают, что дивиденды менее рискованные, чем доход от прироста капитала, поэтому фирма должна устанавливать высокий удельный вес дивидендных выплат в прибыли и предлагать высокую дивидендную доходность с тем, чтобы максимизировать свою стоимость. Они утверждают, в сущности, инвесторы всегда предпочитают текущие дивиденды возможным будущим, равно как и ожидаемому приросту капитала, то есть «Лучше синица в руках, чем журавль в небе». Модильяни и Миллер не согласились с такой аргументацией и назвали ее «заблуждением по поводу синицы в руках».

3. Третья теория, основанная на налоговых эффектах, была предложена Р. Литценбергером и К. Рамасвани. Их позиция противоположна позиции Гордона и Линтнера. Они утверждают, что, поскольку дивиденды облагаются налогами по значительно большей ставке, чем доход от прироста капитала, инвесторы должны требовать более выгодного дохода на акции с высокими ставками дивидендов. В соответствии с этой теорией фирма должна платить низкие (или нулевые) дивиденды в целях максимизации своей стоимости.

## **2. Роль дивидендов в формировании стоимости активов компании.**

Дивидендная политика - составная часть общей политики управления прибылью, заключающаяся в оптимизации пропорций между потребляемой и капитализируемой ее частями с целью максимизации рыночной стоимости компании.

Роль дивидендной политики:

-оказывает влияние на отношения с инвестором и размер внешнего финансирования;

-воздействует на движение денежных средств компании.

Основная цель разработки дивидендной политики - установление необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом, максимизирующим рыночную стоимость компании и обеспечивающим ее стратегическое развитие.

Роль дивидендной политики в формировании стоимости капитала компании описывается в различных теориях разработки дивидендной политики.

Теории разработки дивидендной политики:

-теория предпочтительности дивидендов;

-теория иррелевантности дивидендов;

-теория минимизации дивидендов.

### **3. Теории, представляющие политику выплаты дивидендов.**

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

**1. Теория независимости дивидендов.** Ее авторы — Ф. Модильяни и М. Миллер утверждают, что избранная дивидендная политика не оказывает никакого влияния ни на рыночную стоимость предприятия (цену акций), ни на благосостояние владельцев в текущем или перспективном периоде.

**2. Теория преимущества дивидендов ("синица ли в руках").** Ее авторы — М. Гордон и Д. Линтнер утверждают, что каждая единица текущего дохода (выплаченного в форме дивидендов) в силу того, что она "очищена от риска" стоит всегда больше, чем доход отложен на будущее, в связи со свойственным ему риском.

**3. Теория минимизации дивидендов ("теория ли налоговых преимуществ").** В соответствии с этой теорией эффективность дивидендной политики определяется критерием минимизации налоговых выплат по текущим и будущим доходам владельцев.

**4. Сигнальная теория дивидендов ("теория ли сигнализирования).** Эта теория построена на том, что основные модели оценки текущей реальной рыночной стоимости акций как базисный элемент используют размер выплачиваемых по ней дивидендов.

**5. Теория соответствия дивидендной политики** состава акционеров (или "теория клиентуры"). В соответствии с этой теорией предприятие должно осуществлять такую дивидендную политику, которая отвечает надеждой большинства участников и владельцев.

#### **4. Факторы, определяющие дивидендную политику.**

Инвестирование денежных средств в ценные бумаги и другие активы компании направлено на получение прибыли в виде дивидендов, которые определяются заемщиком.

В настоящее время существует множество факторов, которые влияют на дивидендную политику эмитентов.

Важнейшим фактором, на основании которого строится выплата дивидендов инвесторам, является текущая цена заемных средств, сложившаяся на рынке. В случае если дивиденды, предлагаемая инвесторам, будут слишком малы, большинство из них предпочтет избавиться от ценных бумаг компании или же не будет приобретать их на этапе распространения.

Еще одним **фактором, определяющим дивидендную политику** компании, являются инвестиционные возможности предприятия, которые чаще всего и определяют размеры дивидендов. Также к факторам, влияющим на выплаты инвесторам, специалисты относят инфляцию и различные законодательные ограничения которые могут быть введены как для эмитентов, так и для инвесторов. В некоторых случаях выплата больших

дивидендов может быть крайне невыгодна как эмитентам, так и инвесторам, так подобные суммы могут облагаться довольно высокими налогами или иными сборами. Кроме того, для минимизации расходов, связанных с налоговыми выплатами, многие предприятия стараются существенно снизить свою прибыль.

Еще одним фактором, который может оказать влияние на дивидендную политику предприятия, является контроль управления предприятием, что может выражаться в передаче контрольного пакета акций определенным лицам, которые будут осуществлять руководство компанией.

### **5. Стратегии дивидендной политики.**

В зависимости от уровня риска для развития акционерных и коллективных предприятий в теории дивидендов выделяют три стратегии формирования дивидендной политики:

1) консервативную, что объединяет два метода начисления дивидендов – метод остаточных выплат (чистого остатка) и метод стабильного соотношения дивидендных выплат (стабильного коэффициента выплат);

2) компромиссную, что отображается методом постоянной и переменной части (минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды);

3) агрессивную, что объединяет два метода начисления дивидендов – метод стабильного размера дивидендов и метод постоянного роста размера дивидендов (стойкого прироста дивидендов).

Метод остаточных выплат предусматривает, что фонд выплаты дивидендов формируется по остаточному принципу. Лишь после того, как за счет чистой прибыли профинансированы инвестиционные потребности предприятия.

Преимуществом политики этого типа есть обеспечение высоких темпов развития предприятия, повышения его финансовой стойкости. Недостатки этой политики заключаются в нестабильности величины дивидендных

выплат, непредсказуемости их размеров в будущем периоде и даже полном отказе от выплаты дивидендов в периоды высоких инвестиционных потребностей, что может негативно отразиться на уровне рыночной цены акций.

## **6.Выкуп акций.**

**Тендерный выкуп акций** – предложение фирмы выкупить некоторые из ее собственных акций.

**"Голландский" аукцион (аукцион со снижением цен, пока не найдется покупатель) (dutch-auction)** -процедура покупки (продажи) ценных бумаг, названная в честь системы, использовавшейся на цветочных аукционах в Голландии. Покупатель (продавец) изучает цены в определенном ценовом диапазоне — обычно для крупного пакета акций или облигаций. Оценив имеющийся у него в распоряжении диапазон предложений цен, покупатель (продавец) выбирает минимальную цену, позволяющую ему приобрести (продать) весь блок.

Существует три наиболее распространенных метода выкупа акций: **тендерный выкуп акций (self-tender offer) по фиксированной цене (fixed-price)**, **тендерный выкуп акций** путем "голландского" аукциона (Dutch-auction) и **покупка на открытом рынке (open-market purchase)**. Когда речь идет о тендерном выкупе акций по фиксированной цене, компания делает формальное предложение своим акционерам выкупить у них определенное количество акций — как правило, по заранее установленной цене. Эта "договорная" цена превышает текущую рыночную цену акций. Акционеры могут выбирать: либо продать свои акции по указанной цене, либо продолжать хранить их у себя. Как правило, период действия этого предложения охватывает две-три недели. Если акционеры проявляют готовность продать больше своих акций, чем первоначально предполагалось компанией, компания может выкупить весь "излишек" или только часть его. Однако она не обязана выкупать этот "излишек". Вообще говоря,

транзакционные издержки фирмы на реализацию тендерного выкупа акций по фиксированной цене оказываются выше, чем транзакционные издержки, связанные со скупкой акций на фондовом рынке.

Когда речь идет о тендере путем "голландского" аукциона, компания заранее указывает количество акций, которые она хотела бы выкупить, а также минимальную и максимальную цену, которую она готова заплатить. Как правило, минимальная цена несколько выше текущей рыночной цены. Таким образом, каждый акционер получает возможность предложить компании то количество акций, которое он готов продать, и их минимально приемлемую продажную цену в рамках диапазона цен, установленного компанией. Получив заявки на продажу акций от акционеров, компания сортирует их в порядке возрастания цены. Затем она определяет минимальную цену, которая обеспечит полный выкуп указанного количества акций. Эта цена выплачивается всем акционерам, которые назначили за свои акции цену, не превышающую этой цены. Если количество акций, предложенных к продаже акционерами за цену, не превышающую этой покупной цены, оказывается больше требуемого, компания осуществляет покупки на пропорциональной основе. Если на продажу представлено слишком мало акций, фирма либо отменяет свое предложение, либо выкупает все представленные к продаже акции по указанной максимальной цене.

В отличие от предложения о выкупе акций по фиксированной цене компании неизвестна заранее конечная покупная цена. В обоих типах предложений о выкупе акций фирме поначалу неизвестно количество акций, которое будет представлено к продаже. Предложение о выкупе акций путем "голландского" аукциона стало весьма популярным средством выкупа акций, нередко превосходя — в течение одного года — количество предложений выкупа акций по фиксированной цене. Крупные компании обычно чаще, чем мелкие, используют "голландский" аукцион, предпочитая его предложению выкупа акций по фиксированной цене.

Когда речь идет о покупке акций на открытом (фондовом) рынке, компания покупает свои акции так, как это делает любой другой инвестор — через брокерскую фирму. Как правило, брокерские комиссионные устанавливаются в ходе переговоров. Определенные правила, разработанные Комиссией по ценным бумагам и биржам США, ограничивают способ, которым компания назначает цены при выкупе своих собственных акций. Таким образом, чтобы выкупить относительно крупный пакет акций, компании требуется довольно продолжительный период времени. По этой причине тендерное предложение о выкупе акций (self-tender offer) подходит больше всего, когда компании нужно выкупить крупный пакет акций.

Прежде чем компания начнет выкупать свои акции, она должна проинформировать акционеров о своих намерениях. В случае тендерного выкупа акций такая информация содержится в самом предложении. Даже в этом случае компания не должна утаивать другую информацию. Было бы неэтичным, например, со стороны компании, занимающейся разработкой рудных месторождений, утаивать информацию об открытии крупного месторождения, делая предложение о выкупе акций. Когда речь идет о выкупе акций на открытом рынке, информирование о соответствующих намерениях компании особенно необходимо. В противном случае акционеры будут продавать свои акции, не подозревая о существовании программы выкупа, которая приведет к повышению прибыльности этих акций. Располагая полной информацией об объеме выкупа и целях компании, акционеры могут продавать свои акции — если они того пожелают. Не располагая всей необходимой информацией, акционер, продающий свои акции, может потерпеть убытки. Когда объем выкупаемых акций значителен, лучше всего подходит тендерный выкуп акций, поскольку при этом обеспечивается равенство прав всех акционеров.

## **7.Выплата дивидендов акциями и дробление акций.**

Дивиденды, выплачиваемые акциями (stock dividend), — дивиденды, которые выплачиваются в форме дополнительных акций в отличие от дивидендов в форме денежных выплат.

Дробление акций (stock split) — увеличение количества акций посредством уменьшения их номинала. Так, дробление акций в отношении 2 к 1 означает, что номинал акции уменьшился наполовину.

Обратный сепарат (reverse split) — изменение номинальной стоимости акций, при котором владелец акции получает одну новую акцию большего достоинства в обмен на определенное количество прежних.

## **8.Особенности формирования дивидендной политики в России.**

Детерминанты дивидендной политики Согласно теореме Ф. Модильяни и М. Миллера, в условиях совершенного рынка капитала и совершенной информации стоимость корпорации не зависит от дивидендной политики. Компания, не выплачивающая дивиденды, реинвестирует средства в развитие бизнеса, информация об условиях осуществления инвестиций полностью доступна всем участникам рынка, которые справедливо оценивают акции фирмы в соответствии с уровнем риска и ожидаемой доходностью осуществляемых проектов.

Если выплата дивидендов играет существенную сигнальную роль, то торгуемые компании должны быть склонны выплачивать дивиденды. Склонность к выплате дивидендов мало изменилась для крупных, прибыльных компаний и существенно сократилась для прочих торгуемых фирм.

### **Вопросы и задания по теме 6:**

1. Дивидендная политика и возможность ее выбора.
2. Роль дивидендов в формировании стоимости активов компании.
3. Теории, представляющие политику выплаты дивидендов.
4. Факторы, определяющие дивидендную политику.

5. Стратегии дивидендной политики.

6. Выкуп акций.

7. Выплата дивидендов акциями и дробление акций.

8. Особенности формирования дивидендной политики в России.

## Лекция 7.

### Тема 7. Финансовые аспекты реструктуризации.

**Аннотация.** Данная тема раскрывает основные финансовые аспекты реструктуризации.

**Ключевые слова.** Реструктуризация.

#### Методические рекомендации по изучению темы

- Тема содержит лекционную часть, где даются общие представления по теме;
- В качестве самостоятельной работы предлагается написать рефераты по особенностям финансовых аспектов реструктуризации и выступить с устными докладами.
- Для проверки усвоения темы имеются вопросы к каждой лекции и тесты.

#### Рекомендуемые информационные ресурсы:

1. Бабич, Т.Н. Прогнозирование и планирование в условиях рынка: Учебное пособие / Т.Н. Бабич, И.А. Козьева, Ю.В. Вертакова, Э.Н. Кузьбожев. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2013. - 336 с.
2. Басовский, Л.Е. Прогнозирование и планирование в условиях рынка: Учебное пособие / Л.Е. Басовский. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2013. - 260 с.

#### Глоссарий.

**Реструктуризация компании** - это изменение структуры компании (иными словами порядка, расположения ее элементов), а также элементов, формирующих ее бизнес, под влиянием факторов либо внешней, либо внутренней среды.

**Финансовая санация** представляет собой систему мероприятий, направленных на восстановление платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия, находящегося в состоянии финансового кризиса, с целью предотвращения его ликвидации.

### **Вопросы для изучения:**

1. Финансовое планирование и прогнозирование.
2. Финансовые аспекты реструктуризации.
3. Финансовое планирование и прогнозирование.
4. Прогнозирование дополнительных финансовых потребностей
5. Мотивы и формы осуществления реструктуризации.
6. Стратегическая реструктуризация корпорации: расширение и сокращение акционерного капитала.
7. Слияние и поглощение
8. Причины, механизм и тактика слияния.
9. Методы защиты от враждебных слияний.
10. Способы финансирования операций слияния.
11. Анализ экономических выгод и издержек слияний.
12. Дробление компании.
13. Выделение бизнеса.
14. Финансовая реструктуризация: формы и методы.
15. Проблема реорганизации долга.
16. Рекапитализация корпорации.
17. Проблема реструктуризации в России.
18. Понятие банкротства.
19. Причины возникновения состояния банкротства.

### **1. Финансовое планирование и прогнозирование.**

Реструктуризация компании - это изменение структуры компании (иными словами порядка, расположения ее элементов), а также элементов, формирующих ее бизнес, под влиянием факторов либо внешней, либо внутренней среды. Реструктуризация включает: совершенствование системы управления, финансово-экономической политики компании, ее операционной

деятельности, системы маркетинга и сбыта, управления персоналом.

Основной причиной, почему компании стремятся к реструктуризации, обычно является низкая эффективность их деятельности, которая выражается в неудовлетворительных финансовых показателях, в нехватке оборотных средств, в высоком уровне дебиторской и кредиторской задолженности. Впрочем, и успешные компании часто проводят структурные преобразования. Ведь любая модификация масштабов бизнеса или рыночных условий требует адекватного изменения системы управления и проведения реструктуризационных программ.

Оперативная реструктуризация предполагает изменение структуры компании с целью ее финансового оздоровления (если компания находится в кризисном состоянии), или с целью улучшения платежеспособности. Она проводится за счет внутренних источников компании с помощью инструментария сокращения и "выпрямления" (перехода от косвенных к прямым издержкам) издержек, выделения и продажи непрофильных и вспомогательных бизнесов. Результатом оперативной реструктуризации является получение прозрачной и более управляемой компании, в которой собственники и менеджеры уже могут понять, какие бизнесы следует развивать, а от каких избавляться. Оперативная реструктуризация способствует улучшению результатов деятельности предприятия в краткосрочном периоде и создает предпосылки для проведения дальнейшей, стратегической реструктуризации.

Стратегическая реструктуризация - это процесс структурных изменений, направленный на повышение инвестиционной привлекательности компании, на расширение ее возможностей по привлечению внешнего финансирования и роста стоимости. Реализация такого типа реструктуризации направлена на достижение долгосрочных целей. Результатом ее успешного проведения становится возросший поток чистой текущей стоимости будущих доходов, рост конкурентоспособности компании

и рыночной стоимости ее собственного капитала. Проведение как оперативной, так и стратегической реструктуризации может охватывать либо все элементы бизнес-системы, либо отдельные ее составляющие. Поэтому существует классификация форм реструктуризации по масштабу охвата структурных изменений. По этому критерию выделяют комплексную и частичную реструктуризацию.

Комплексная реструктуризация - это долгосрочный и дорогостоящий процесс, к которому прибегают лишь единицы предприятий. Она проводится поэтапно, преобразования затрагивают все элементы компании. В ходе такой реструктуризации используются различные механизмы. При этом в зависимости от влияния точечных преобразований на отдельные направления деятельности компании происходит корректировка общей программы реструктуризации и продолжается дальнейшая работа.

В отличие от комплексной, частичная реструктуризация (еще одно ее название - лоскутная) затрагивает один или несколько элементов бизнес-системы. В ходе ее реализации изменениями в функциональных областях разрозненно занимаются привлеченные консультанты, и часто преобразования носят хаотичный характер, а их влияние на другие направления деятельности компании не анализируется.

## **2. Финансовые аспекты реструктуризации.**

Постиндустриальная экономика — это экономика, существенным условием функционирования которой является применение научных знаний, использование значительных ресурсов и средств для научно-технического и технологического развития. В высокотехнологичном секторе российской экономики одной из самых масштабных является авиационная промышленность. Отрасль характеризуется высокой инновационной активностью и восприимчивостью.

В силу сложившихся обстоятельств экономическая целесообразность проведения реструктуризации предприятий заключается в стремлении

промышленных предприятий и российской экономики в целом выпускать высококачественную продукцию расширенного ассортимента в необходимом объеме, осуществлять процесс расширенного воспроизводства, создавать новые рабочие места, повышать материальное обеспечение персонала, способствовать развитию социально-ориентированной экономики.

### **3. Финансовое планирование и прогнозирование.**

**Финансовое планирование** — это планирование всех доходов и направлений расходования денежных средств для обеспечения развития организации. Основными целями этого процесса являются установление соответствия между наличием финансовых ресурсов организации и потребностью в них, выбор эффективных источников формирования финансовых ресурсов и выгодных вариантов их использования.

#### **Задачи финансового планирования:**

- выявление резервов увеличения доходов организации и способов их мобилизации;
- эффективное использование финансовых ресурсов, определение наиболее рациональных направлений развития организации, обеспечивающих в планируемом периоде наибольшую прибыль;
- увязка финансовых ресурсов с показателями производственного плана организации;
- обеспечение оптимальных финансовых взаимоотношений с бюджетом, банками и другими финансовыми структурами.

#### **Объектами финансового планирования являются:**

- движение финансовых ресурсов;
- финансовые отношения, возникающие при формировании, распределении и использовании финансовых ресурсов;
- стоимостные пропорции, образуемые в результате распределения финансовых ресурсов.

**Главная задача финансового прогнозирования** состоит в определении дополнительных потребностей финансирования, которые появляются вследствие увеличения объемов реализации товаров или предоставления услуг.

#### **4. Прогнозирование дополнительных финансовых потребностей**

В процессе принятия решения о дополнительном финансировании выделяют **основные этапы прогнозирования потребностей финансирования:**

- составление прогноза продаж на основе статистических методов с использованием экономико-математических моделей, а также на основе экспертных оценок;
- составление прогноза переменных затрат;
- составление прогноза финансирования основных и оборотных активов, требуемых для достижения необходимого объема продаж;
- расчет потребностей во внешнем финансировании и изыскание соответствующих источников.

Расчет потребности во внешнем финансировании осуществляется с помощью метода процента от продаж.

В основе данного метода лежат следующие предположения:

- переменные затраты, текущие активы и текущие обязательства увеличиваются пропорционально увеличению объема продаж;
- изменение постоянных затрат связано с максимальной величиной и фактической степенью загрузки мощностей;
- процент увеличения стоимости основных средств рассчитывается под заданный процент наращивания оборота в соответствии с технологическими условиями бизнеса и с учетом наличных недогруженных основных средств на начало периода прогнозирования, степенью материального

и морального износа наличных средств производства и т. п.;

- долгосрочные обязательства и акционерный капитал берутся в прогноз неизменными;

- нераспределенная прибыль прогнозируется с учетом нормы распределения чистой прибыли на дивиденды и чистой рентабельности реализованной продукции: к нераспределенной прибыли базового периода прибавляется прогнозируемая чистая прибыль и вычитаются дивиденды.

Если у предприятия нет возможностей или желания привлекать дополнительные источники средств, возможными путями решения проблемы являются снижение нормы распределения прибыли на дивиденды и увеличение показателя чистой рентабельности продаж.

### **5. Мотивы и формы осуществления реструктуризации.**

Формы реструктуризации первой группы определяют органический рост банков, который происходит на основе поэтапного расширения банковского бизнеса за счет собственных ресурсов, аккумулированных в процессе их деятельности. К таким формам относятся: 1) диверсификация и интернационализация банковского бизнеса, способствующие расширению банковского портфеля; 2) специализация, связанная с концентрацией усилий на определенных видах деятельности.

Вторую группу форм реструктуризации объединяет необходимость выбора способа преобразования банковской деятельности, когда возникает следующий вопрос: опираться ли только на внутренние источники, развивая внутри банковский потенциал, или пойти по пути создания новых организационных структур и использования их ресурсов? Для образования таких структур существует несколько возможностей: а) разделение банка на самостоятельные части или выделение из его состава отдельных звеньев; б) слияние с другими банками или их поглощение, приводящее к установлению полного контроля; в) присоединение к другим банкам; г) образование консолидированных групп или других объединений с предприятиями

нефинансового сектора.

## **6. Стратегическая реструктуризация корпорации: расширение и сокращение акционерного капитала.**

Стратегическая реструктуризация - это процесс структурных изменений, направленный на повышение инвестиционной привлекательности компании, на расширение ее возможностей по привлечению внешнего финансирования и роста стоимости. Реализация такого типа реструктуризации направлена на достижение долгосрочных целей. Результатом ее успешного проведения становится возросший поток чистой текущей стоимости будущих доходов, рост конкурентоспособности компании и рыночной стоимости ее собственного капитала.

## **7. Слияние и поглощение.**

**Слияния и поглощения** — класс экономических процессов укрупнения бизнеса и капитала, происходящих на макро- и микроэкономическом уровнях, в результате которых на рынке появляются более крупные компании взамен нескольких менее значительных.

**Слияние** — это объединение двух или более хозяйствующих субъектов, в результате которого образуется новая, объединённая экономическая единица.

- **Слияние форм** — объединение, при котором слившиеся компании прекращают своё автономное существование в качестве юридического лица и налогоплательщика. Новая компания берёт под свой контроль и непосредственное управление все активы и обязательства перед клиентами компаний — своих составных частей, после чего последние распускаются.

- **Слияние активов** — объединение с передачей собственниками компаний-участниц в качестве вклада в уставный капитал прав контроля над своими компаниями и сохранением деятельности и организационно-правовой формы последних, вкладом в данном случае могут быть исключительно права контроля над компанией.

- Присоединение — в этом случае одна из объединяющихся компаний продолжает деятельность, а остальные утрачивают свою самостоятельность и прекращают существование, оставшаяся компания получает все права и обязанности ликвидированных компаний.

**Поглощение** — это сделка, совершаемая с целью установления контроля над хозяйственным обществом и осуществляемая путём приобретения более 30 % уставного капитала (акций, долей, и т. п.) поглощаемой компании, при этом сохраняется юридическая самостоятельность общества.

### **8. Причины, механизм и тактика слияния.**

Введение в учредительные документы компании положений, направленных на усложнение процедуры поглощения (группа мер «shark repellants» – «отпугиватели акул»).

Положение о сегментированном (эшелонированном) совете директоров (segmented board provision, или staggered board amendment)– в устав вносится условие, устанавливающее определенный порядок переизбрания его членов. В результате увеличивается срок, в течение которого собственник контрольного пакета может обеспечить себе мажоритарную позицию в совете директоров. Многоступенчатые выборы предполагают разделение директоров компании на различные классы. Каждый год переизбирается только один класс директоров. Эшелонированный совет директоров называется эффективным, если в уставе установлено не менее трех классов директоров, закреплён запрет смещать директоров без причины, акционеры не имеют права увеличивать количество членов совета директоров и заполнять вакансии новыми лицами. В России члены совета директоров избираются на один год<sup>2</sup>, поэтому подобная защитная тактика для отечественных компаний невозможна.

Положение о справедливой цене (fair price provision) предусматривает, что все акционеры компании-«мишени» в случае ее поглощения получат

одинаковую стоимость своих акций вне зависимости от момента их продажи, т. е. чтобы покупатель контрольного пакета заплатил всем оставшимся акционерам такую же цену, по которой он приобрел контрольный пакет. Российским законодательством данная тактика не предусмотрена.

Положение о других заинтересованных лицах – совет директоров, принимая решение о сделке, должен учитывать интересы иных связанных с фирмой лиц, а не только интересы акционеров. Другие заинтересованные лица – это клиенты, поставщики, сотрудники фирмы, население региона, в котором работает компания.

Положение о периоде ожидания (waiting period amendment) – нежелательные покупатели могут завершить поглощение только по истечении определенного периода (как правило, до нескольких лет).

«Подкидывание ежей» («porcupine provisions») – в случае безусловного предложения о поглощении (unconditional bid) тот, кто сделал предложение, платит предложенную цену безотносительно к количеству приобретаемых акций, в то время как тот, кто выдвинул предложение о поглощении с условиями (conditional bid), согласен платить предложенную цену только в том случае, если он получает контрольный пакет.

«Пчелы-убийцы» («killer bees»). В качестве «пчел-убийц» выступают организации, поддерживающие компанию-«мишень», чаще всего это инвестиционные компании либо банки. Данные компании разрабатывают стратегии по превращению компании-«мишени» в менее привлекательную и более сложную для поглощения.

Штраф за разрыв сделки (break-up fee). Если компания-«мишень» добровольно идет на слияние, в договор о слиянии включается положение о выплате значительного штрафа за срыв сделки.

«Золотые, серебряные и оловянные парашюты» – специальные соглашения с сотрудниками компании-«мишени» о выплате им денежной компенсации при увольнении вследствие изменения контроля над компанией.

«Золотые парашюты» («golden parachutes») предназначены для топ-менеджмента и должны составлять не менее трех годовых базовых зарплат плюс бонусы. «Серебряные парашюты» («silver parachutes») используются для менеджеров среднего звена и составляют от полутора до двух годовых зарплат с бонусом. «Оловянные парашюты» («tin parachutes») дают гарантии всем остальным сотрудникам компании, размер зависит от стажа и возраста работника, но не превышает полторы годовой зарплаты. Данная тактика в определенной степени может использоваться и российскими компаниями – к исключительной компетенции общего собрания акционеров отнесено принятие решения об увеличении вознаграждения лицам, занимающим должности в органах управления компании, установлении условий прекращения их полномочий, установлении или увеличении компенсаций, выплачиваемых в случае досрочного прекращения полномочий<sup>4</sup>.

«Ядовитые пилюли» («poison pills») – ценные бумаги, дающие их держателям особые права, если компания подвергнется попытке враждебного поглощения. «Ядовитая пилюля» выдается акционерам как специальный дивиденд в форме варранта, дающего право на приобретение дополнительных обыкновенных акций фирмы по заранее оговоренной цене или со скидкой 50–75% рыночной цены на момент агрессии. Это право акционеры могут реализовать только при наступлении условий, прописанных в уставе (например, скупка 15 или 20% акций компании без ведома и одобрения руководства считается враждебным захватом). Такая тактика предполагает увеличение уставного капитала компании-«мишени» путем размещения дополнительных акций в пределах количества и категорий (типов) объявленных акций. В учредительных документах предусматривается, что в случае недружественного поглощения акционеры получают право покупать акции своей компании по цене более низкой, нежели рыночная («внутренняя ядовитая пилюля» – «flip-in poison pill»), либо акции поглощающей компании со значительной скидкой («внешняя ядовитая пилюля» – «flip-over pill»).

«Ядовитая пилюля» существенно увеличивает стоимость поглощения, делая его невыгодным. В устав компании может вноситься положение, что совет директоров имеет карт-бланш на выпуск привилегированных акций, обладающих любым набором привилегий (blank check preferred stock position). Совет директоров по своему усмотрению устанавливает коэффициент их конвертации в обыкновенные акции и возможность получения права голоса. Такие привилегированные акции являются основным источником для создания «ядовитой пилюли». В России «ядовитая пилюля» разрешена законодательством, однако эффект их действия ограничен: цена размещения дополнительных акций лицам, осуществляющим преимущественное право приобретения акций, лимитирована в размере 10% цены размещения иным лицам. Кроме того, каждая обыкновенная акция предоставляет акционеру одинаковый объем прав, т. е. компания не вправе выпускать несколько классов обыкновенных акций с различными правами голосования.

### **9. Методы защиты от враждебных слияний.**

Супербольшинство. Для принятия решений по особо важным вопросам в компании недостаточно простого большинства, необходимо супербольшинство, а именно 60–80% акционеров .

2. Создание стратегического альянса. Этот вид защиты предполагает стратегический альянс компаний, который может не только защитить каждую из них от нежелательного слияния, но и обеспечить укрепление позиций на рынке каждой из них, а также достижения иных стратегических целей .

3. «Золотой парашют». Суть данного метода заключается в том, что в случае смены собственника компании, топ-менеджерам выплачивается единовременный крупный бонус. Таким образом, стоимость покупки компании значительно возрастает.

4. Защита активов. «Идеальной защитой является правовая структура, которая не позволяет рейдерам лишать собственников их активов либо заставляет агрессоров платить высокую цену за них, то есть собственники

могут сохранить необходимую степень контроля» .

5. «Ядовитая пилюля». Суть метода заключается в том, что поощряет акционеров компании-цели покупать акции своей компании по сниженной цене. Р. Момменти Г. Шверт в своем исследовании подтверждают высокую эффективность «ядовитых пилюль», акцентируя внимание на элементе неожиданности . Кроме того, данный метод защиты эффективен для компаний небольших размеров.

#### 6. Стратегические приобретения.

Метод эффективен, однако основной его недостаток в том, что для его осуществления нужна либо информация о действиях компании-покупателя, либо затраты значительно возрастают, делая его неэффективным .

7. «Белый рыцарь» – это компания-защитник, которая становится стратегическим партнером компании-цели.

Она противодействует враждебному поглощению. Основным недостатком данного метода является то, что «белый рыцарь» может в дальнейшем сам предпринять попытку поглощения компании .

8. Контратака. Суть этого метода заключается в том, что при получении предложения о покупке, компании-покупателю выдвигается встречное предложение .

9. Тактика «выжженной земли». Этот вид защиты аналогичен «ядовитой пилюле»но применяется после того, как предложение о покупке получено .

10. Судебные тяжбы. Суть данного метода защиты состоит в том, чтобы, во-первых, затянуть процедуру поглощения, а, во-вторых, противостоять ей.

11. Скупка акций собственной компании. Компания скупает собственные акции на открытом рынке .

12. Асимметричные методы. Под этим понятием подразумевается набор «неожиданных» методов, включающий в себя как обращения в различные инстанции, так и привлечение внимания прессы. Целью

защищающейся компании становится «поднять шум»

### **10.Способы финансирования операций слияния.**

Финансирование сделок слияния и поглощения - это денежные средства, получаемые одной компанией, для покупки или присоединения к другой компании. Компании получают финансирование либо из внутреннего, либо из внешнего источника финансирования. На выбор способа финансирования оказывают влияние размер самой компании и ее цели.

Финансирование за счет заемных средств (LBO - Leveraged Buy-Out)  
Кредиты Простота привлечения необходимых ресурсов Возвратность и уплата процентов Наличие выбора кредитных учреждений Необходимость залога или обеспечения Условия кредита Выпуск облигаций Не требует залогового обеспечения Необходимость открытости в ведении бизнеса Привлечение “длинных денег” Привлечение небольших сумм - достаточно дорогой способ финансирования Векселя Простота и оперативность привлечения денежных средств Ограниченность использования \* Не путать с MBO (Management Buy-Out) - такой сделкой называют выкуп наемными менеджерами, управляющими бизнесом, прав собственности и контроля над компанией у прежних владельцев.

Таким образом, каждый вид финансирования имеет свои особенности и свои критерии эффективного использования.

Следовательно, использование того или иного метода финансирования зависит от конкретных особенностей как приобретающей, так и целевой компании, а также специфики самой сделки.

### **11.Анализ экономических выгод и издержек слияний.**

Менеджеры некоторых компаний начинают анализ слияния или поглощения с прогноза будущих потоков денежных средств компании, которую собираются присоединить. В такой прогноз включают любое увеличение доходов либо снижение затрат, обусловленное поглощением, и затем дисконтируют эти суммы и сравнивают полученный результат с ценой

покупки дисконтированный поток денежных средств приобретаемой.

Ожидаемая чистая выгода компании, включая выгоды поглощения денежные средства, необходимые для поглощения.

Такой подход довольно опасен. Даже наиболее талантливый и хорошо подготовленный аналитик может допустить серьезную ошибку в оценке стоимости компании. Ожидаемая чистая выгода может оказаться положительной, но вовсе не потому, что данное слияние действительно эффективно, а лишь из-за того, что аналитик слишком оптимистично оценивает будущие потоки денежных средств компании, которую предстоит присоединить. С другой стороны, действительно целесообразное слияние может и не состояться, если аналитик недооценит потенциал интересующей его независимой компании.

Наш подход к анализу начинается с информации о рыночной стоимости отдельной компании (PVB) и затем уже сосредоточивается на изменениях в потоке денежных средств, которые будут обусловлены слиянием. Необходимо по-

пятать, почему две компании, объединившись, будут стоить дороже, чем по отдельности.

Аналогичный совет применим и к анализу операции по продаже части бизнеса. Вам не следует убеждать себя таким аргументом: "Этот бизнес не приносит прибыли и поэтому его необходимо продать". Если покупатель не способен управлять этим бизнесом более эффективно, чем это удавалось вам, то в полученной вами цене отразится эта неутешительная перспектива.

В практике финансового управления иногда можно столкнуться с убежденностью менеджеров в том, что существуют простые правила для определения эффективности и привлекательности слияния. Например, они порой полагают, что достаточно приобрести компанию из растущей отрасли или купить компанию по цене ниже ее балансовой стоимости. В результате вашего инвестиционного решения стоимость компании возрастет только в

том случае, если возникнут экономические выгоды, такие конкурентные преимущества, которых не в состоянии достичь другие фирмы и в том числе менеджеры компании - объекта потенциального слияния.

Наконец, необходимо иметь в виду, что в процессе покупки компании фирмы-покупатели часто конкурируют друг с другом. Возникает ситуация, похожая на аукцион. В таких случаях нужно определить, действительно ли искомая компания для вас, как покупателя, ценнее, чем для других фирм. Если ответ отрицателен, следует быть очень осмотрительными, принимая решение об участии в таком "аукционе". Победа в нем может обойтись дороже, чем поражение. Если вы проиграете, значит, вы просто потеряли время; если же вы победили, то, вполне возможно, вы заплатили за купленную компанию слишком дорого.

### **12. Дробление компании.**

Дробление фирм (особенно в финансово-кризисных ситуациях) сводится к выделению из их состава в качестве подконтрольных, но оперативно самостоятельных юридических лиц (дочерних предприятий или фирм) бывших подразделений или структурных единиц, которые до сих пор специализировались на определенном виде продукта или услуги, имели предметную специализацию.

Подобное выделение чаще всего осуществляется в форме учреждения дочерних акционерных обществ на базе имущества, которым пользовались бывшие предметно-специализированные подразделения (цеха, участки, отделы, лаборатории и пр.).

Это делается посредством:

- передачи имущества в соответствии с его текущим стоимостным эквивалентом в уставный фонд учреждаемой фирмы, покупки за рыночную стоимость имущества некоторого пакета акций учреждаемого акционерного общества;

- предоставления дочерней фирме имущества в продлеваемую

долгосрочную аренду, палата за которую в действительности не будет взиматься, а по определенной ставке дисконта капитализируется и рассматриваться как взнос в уставный фонд учреждаемого предприятия;

- приобретения относительно небольшой части акций вновь учреждаемого или оформляемого как самостоятельное дочернего предприятия за "живые" деньги путем внесения в его уставный фонд безналичных либо наличных денежных фондов.

Дробление предприятия при этом происходит так, что ранее имевшая дивизиональную структуру фирма превращается в предприятие с "зонтичной" структурой, состоящей из сохраняющегося "ядра" унитарной фирмы и дочерних предприятий, чьи балансы подлежат консолидации в единый баланс материнской фирмы. Причем для поддержания влияния материнского образования на выделяемые в качестве юридических лиц образования в "ядре" образующегося конгломерата обязательно оставляются научно-технические подразделения, такие как исследовательский центр, центральная научно-исследовательская лаборатория, НИИ, КБ. Их разработки патентуются на имя материнской фирмы и предоставляются дочерним предприятиям. Оставляются также и подразделения, обслуживающие оборудование дочерних предприятий, инфраструктурные и вспомогательные подразделения типа инструментального, транспортного и заготовительного хозяйства, а также предоставляющие социальные услуги подразделения (жилищно-коммунальные службы, котельные, столовые, пансионаты и пр.), финансово-бухгалтерский центр и пр.

Экономический смысл такого дробления крупного предприятия заключается в следующем:

1. Выделяются в отдельные имеющие самостоятельный баланс предприятия, которые специализируются на коммерчески перспективных продуктах или услугах. Это увеличивает шансы привлечения к таким инвестиционным проектам внешних инвесторов – банков с их

инвестиционными кредитами или инвестиционных компаний, готовых инвестировать в эти проекты.

Заинтересованные в таких проектах инвесторы, чаще всего это венчурные инвесторы, предпочитают инвестировать в проекты, а не в целом в фирмы, могут иметь больше гарантий того, что кредиты или вклады в приобретение акций, предоставленные таким однопродуктовым, специализированным на одном продукте предприятиям, не будут размазаны в материнской многопродуктовой, многопрофильной фирме по многим интересующим инвестора проектам или видам продукции.

Если же материнская фирма является финансово-кризисной, заинтересованные в конкретном коммерчески перспективном проекте инвесторы, когда их пригласят давать кредиты подобному выделенному из лона материнской фирмы предприятию или покупать его акции, могут быть более спокойны в том отношении, что их помещенные в проект средства не будут использованы для покрытия первоочередных просроченных задолженностей (по заработной плате, налогам и пр.) неплатежеспособной материнской фирмы. Ведь перекачать материнской фирме средства, вложенные в имеющее отдельный, контролируемый налоговыми органами и аудитом баланс самостоятельное дочернее предприятие, технически гораздо труднее, чем перебросить их с одной статьи расходов на другую в пределах баланса материнского многопродуктового предприятия.

### **13.Выделение бизнеса.**

Выделение бизнес-процессов и определение их границ является важной составляющей моделирования процессов. Следует отметить, что часто определение границ процессов, отделение одного процесса от другого неоднозначно, и это разграничение или объединение носит ситуационный характер. В общем случае, принято применять один из следующих подходов для выделения конкретных бизнес-процессов:

По функциям. В данном случае выделение процесса происходит по

выполнению в его рамках последовательности действий в пределах функциональных сфер ответственности. В частности, при выделении бизнес-процессов на первом этапе можно исходить из функциональных подразделений компании, поскольку их задачи — преобразование некоторых входов в выходы — и является сутью понятия бизнес-процесса. Вместе с тем, бизнес-процесс часто может выходить за рамки деятельности одного подразделения компании. Обычно данный подход признается наименее удачным, однако в некоторых случаях он может быть жизнеспособен. Выделение бизнес-процессов по функциям может применяться, например, в рамках автоматизации бизнес-процессов компании, когда строятся AS-IS и TO-BE модели

По результату. Границы бизнес-процесса устанавливаются в соответствии с результатом, часто — продуктом. Процессы выделяются относительно их работы на заданный результат и, в основном, носят межфункциональный характер. Данный подход к выделению бизнес-процессов является достаточно сложным как в разработке, так и для внедрения, однако при умелом применении эти недостатки компенсируются

По добавленной ценности. Данный подход реализует идею того, что потребителю важен не сам продукт, а та ценность, которую он несет. В данном случае границы процесса устанавливаются там, где процесс вносит добавленную ценность в конечный продукт. При этом, как правило, происходит выделение основных бизнес-процессов предприятия, а также вспомогательных (поддерживающих), которые обеспечивают функционирование бизнес-системы. Вместе все эти процессы образуют так называемую цепочку создания ценности

Выделение процессов может происходить и по каким-либо другим, менее распространенным, критериям, но, в любом случае, для каждой компании выбор того или иного подхода носит индивидуальный характер, исходя из целей моделирования и стратегии предприятия в целом.

Вслед за выделением бизнес-процессов в компании, как правило, имеет место их регламентация. На данном этапе происходит документирование и описание бизнес-процессов, а именно, фиксируются взаимоотношения между бизнес-процессами, строятся модели бизнес-процессов. Однако для корректной работы на данном этапе описываемые бизнес-процессы, прежде всего, должны быть правильно выделены. Для этого нужно иметь представление о цели, ради которой проводится выделение бизнес-процессов. В качестве такой цели может выступать, например, оптимизация бизнес-процессов.

#### **14. Финансовая реструктуризация: формы и методы.**

Реструктуризация структуры капитала, или финансовая реструктуризация, предполагает проведение конкретных действий, направленных на оптимизацию финансовых потоков в краткосрочном (**оперативная финансовая реструктуризация**) и долгосрочном (**стратегическая финансовая реструктуризация**) периодах.

**Оперативная реструктуризация** предполагает реструктуризацию материальных активов и долговых обязательств (для восстановления платежеспособности компании в текущий момент времени), в результате которой предприятие переходит из зоны убытков в зону получения стабильных положительных денежных потоков.

К важнейшим направлениям деятельности на этом этапе относится проведение мониторинга необходимых финансовых показателей, направленных на повышение инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта:

- анализ и оценка финансово-экономического состояния (расчет основных финансовых коэффициентов, критических показателей, проведение анализа чувствительности прибыли при изменении анализируемых факторов);
- финансовая оценка основных направлений деятельности (затраты, прибыль, рентабельность, валовая маржа, запас финансовой прочности по

товарным группам);

- формирование наиболее прибыльного варианта ассортиментной политики (состав ассортимента и объем продаж по номенклатуре производимой продукции);

- формирование центров финансовой ответственности (ЦФО), внедрение системы бюджетирования и финансового контроля;

- планирование и контроль финансовых потоков (движение денежных средств);

- анализ, планирование и контроль изменения структуры баланса (структуры капитала);

- расчет необходимого объема дополнительного финансирования.

Проведение реструктуризации активов предприятия предполагает:

- консервацию, продажу, сдачу в аренду материальных активов;

- продажу объектов незавершенного строительства;

- продажу излишнего оборудования, материалов, комплектующих изделий и готовой продукции на складе;

- передачу или продажу муниципальным органам социальных объектов и т. д.

В результате проведения **стратегической реструктуризации** ожидается рост рыночной стоимости собственного капитала, что означает для инвестора получение устойчивого потока доходов в будущем.

Реструктуризация долговых обязательств направлена на погашение, списание, рассрочку или отсрочку обязательств перед бюджетом, внебюджетными фондами, банковскими структурами, предприятиями топливно-энергетического комплекса.

Типовой программой реформы предусмотрен ряд направлений в области управления финансами, которые на данном этапе являются стратегическими задачами разработки финансовой политики предприятия:

- оптимизация прибыли предприятия;
- оптимизация структуры капитала предприятия и обеспечение его финансовой устойчивости;
- создание эффективного механизма управления предприятием;
- достижение прозрачности финансово-экономического состояния предприятия для собственников, инвесторов, кредиторов.

Инвестиционная привлекательность АО с долей государства определяется более широким кругом показателей, так как в этом случае необходимо учитывать влияние последствий реструктуризации на общее социально-экономическое развитие, уровень занятости трудоспособного населения, влияние на смежные отрасли и т. д.

### **15. Проблема реорганизации долга.**

С одной стороны, вроде как логика понятна – не хватает денег для погашения задолженности – это признак несостоятельности (банкротства) организации и руководитель должен подавать заявление о признании должника банкротом в арбитражный суд. Однако, зачастую, собственников предприятия смущает цена банкротства, к которой я еще в статье вернусь, сроки осуществления процедур несостоятельности и наличие определенных рисков. Речь идет не о том, что банкротство несет повышенные риски для контролирующих общества лиц, а, что риски имеются в любой сфере предпринимательской деятельности, поэтому, нашей задачей является поиск и определение минимальной степени риска для обратившегося за юридической помощью лица. И с другой стороны, субъектам экономических отношений предлагается более дешевый, достаточно оперативный и менее хлопотный способ завершения деятельности общества с долгами — «альтернативная ликвидация». Безусловно, эта процедура не является ликвидацией, а такое название она носит исключительно в целях продажи самой услуги. Фактически речь идет о реорганизации общества в форме слияния или присоединения, другие формы используются в настоящий момент реже.

Минусом альтернативной ликвидации является непереносимое наличие правопреемника, к которому переходят все обязательства и долги предприятия — право предшественника, а если есть лицо, к которому можно предъявить требование, то и для возврата к первоначальному должнику «зацепки» есть.

По сути, Гражданский кодекс РФ в действующей редакции не запрещает реализовывать схему реорганизации юридического лица при наличии у него задолженности перед кредиторами. По мнению законодателя, достаточным обеспечением имущественных интересов кредиторов является их уведомление посредством производимой в обязательном порядке публикации. При этом, заявленные кредиторами требования о погашении задолженности не приостанавливают процедуру реорганизации (абз. 3 ч. 3 ст. 60 ГК РФ). Стоимость альтернативной ликвидации колеблется от 40-50 000 рублей за компанию.

### **16. Рекапитализация корпорации.**

**Рекапитализация** является процессом, при котором реструктурируется сумма долговых обязательств и **активов** определенного юридического лица, для того чтобы достичь поставленной финансовой цели. Такой целью может быть попытка снизить размер налоговых обязательств, связанных с владением активами, либо попытка избежать **банкротства** путем **процесса реорганизации**. **Хотя концепция рекапитализации обычно упоминается в бизнес-сфере, она может быть применена и к некоммерческим организациям, финансовым учреждениям, таким как банки или ипотечные компании, и даже физическим лицам.**

Существует несколько причин, по которым рекапитализация может стать привлекательным вариантом. У компаний, которые занимаются продажей товаров и услуг широкой публике, мотивацией является улучшение финансового состояния бизнеса перед реализацией стратегии его расширения. Это может включать такие простые шаги как

замещение **привилегированных акций** эмиссией **облигаций**, чтобы минимизировать **налоговое бремя**. Реструктуризация соотношения между заемным и **собственным капиталом**, наблюдающегося в настоящее время у компании, в будущем, возможно, сократит обязательства и позволит направить высвободившиеся средства непосредственно в проект расширения, что сделает компанию более сильной в долгосрочной перспективе.

Бизнес может также прибегнуть к рекапитализации, как к средству ухода от банкротства. В этом случае компания изменяет свой подход к управлению расходами таким образом, чтобы бизнес мог сохранить достаточно средств для продолжения деятельности, пока он снова не начнет получать **чистую прибыль**. Практическая реализация этого подхода означает урезание расходов в некоторых областях, одновременно увеличивая их в других, поддержании более низкого уровня **запасов**, снижение суммарных налоговых обязательств и любые другие стратегии, которые позволят бизнесу полностью и своевременно выполнять свои текущие долговые обязательства.

Банки и другие типы финансовых учреждений также могут использовать процесс рекапитализации. Рекапитализация банка может произойти в случае, когда он приобретает или сливается с другим подобным учреждением. Совместные ресурсы нового учреждения, как и его совместные обязательства, реорганизуются таким образом, чтобы новый банк оказался в максимально возможном лучшем финансовом положении. Рекапитализация банков может также иметь место в случае, когда предотвращается попытка **поглощения**, наблюдается серьезное снижение объемов операционной деятельности, либо предотвращается потенциальная возможность **дефолта**.

В любом случае, принятие решения о начале процесса рекапитализации должно преследовать четко определенные цели. Для их достижения должен быть составлен план последовательного проведения серии намеченных мероприятий, которые должны способствовать максимально эффективному

достижению поставленных целей. Комплекс намеченных мероприятий также должен иметь систему сдержек и противовесов, которые позволяют своевременно оценивать протекание процесса реорганизации и оперативно вносить корректировки в случае необходимости.

### **17. Проблема реструктуризации в России.**

Реструктуризация в России на примере реструктуризации банковской системы. Необходимость структурной перестройки встала перед банками еще до кризиса. Многие банки унаследовали свою структуру от бывших специализированных государственных банков, из которых они развились в самостоятельные кредитные учреждения. Унаследованная структура постепенно пришла в несоответствие с объективными условиями и потребностями рынка.

Структура, существующая сегодня в большинстве банков, зачастую не соответствует и структуре производимых банком операций, происходит смешение между операциями, ряд операций производится на стыке между отделами, что приводит к технологическим сложностям и усложнению процедур внутреннего контроля.

Необходимость реструктурировать банковскую деятельность не зависит от финансового кризиса. Кризис лишь ускоряет процесс и усложняет условия реструктуризации деятельности кредитной организации, что, в конечном счете, неизбежно приведет от реструктуризации отдельных банков к реструктуризации всей кредитно-финансовой системы России.

Два сопутствующих фактора определяют в настоящий момент характерные черты этого перехода. Во-первых, чрезвычайно слабость кредитно-финансовой системы России в целом, существующей в ее нынешнем виде срок исторически ничтожный сравнительно с системами других стран. Во-вторых, процесс реструктуризации банковских систем шел в других развитых странах естественным путем «снизу», на базе постепенно возникавших низовых банковских учреждений, сумма которых и создавала, в

конце концов, банковскую систему нового качества. В России этот процесс идет одновременно на двух уровнях: на локальном - на уровне отдельных банков, и на уровне общегосударственном - при активнейшем влиянии государственных органов, прежде всего ЦБ РФ. Если первый фактор носит объективный характер и его бессмысленно оценивать с точки зрения, хорошо это или плохо, то второй носит субъективный характер и имеет свое как положительное, так и отрицательное влияние.

В конечном счете, под воздействием этих факторов и условий процессы, потребовавшие десятилетий в других развитых странах, в России займут несколько лет. В этом опять-таки есть свои как положительные, так и отрицательные стороны. Вопрос в том, насколько быстро участники российской банковской системы осознают всю совокупность сложившихся факторов и насколько адекватны сложившимся обстоятельствам будут их действия.

В общественном сознании прочно сформировалось мнение, что главной причиной громких банковских крахов стала увлеченность банков спекулятивными операциями с ГКО и валютой. На этом фоне мелкие и средние банки усиленно занялись саморекламой, упирая на то, что они спекуляциями не злоупотребляли, занимались промышленностью и за ними будущее. Однако их оптимизм вряд ли оправдан, поскольку увлечение спекуляциями было не единственной и, даже не главной причиной банковского кризиса.

Характеристика существующих проблем российской банковской системы была дана в известном официальном документе «О мерах по реструктуризации банковской системы Российской Федерации». В качестве основных проблем были названы следующие:

Низкий уровень банковского капитала.

Значительный объем невозвращенных кредитов, в результате чего значительная часть

банковских активов оказалась обесцененной и иммобилизованной.

Высокая зависимость ряда банков от состояния государственных и местных бюджетов.

Чрезмерная концентрация усилий на развитии тех направлений банковской деятельности, которые приносили немедленный, в основном «спекулятивный» доход; недостаточное внимание к кредитованию реального сектора экономики; пренебрежение к вопросам освоения перспективных банковских технологий.

Значительная зависимость банков от крупных акционеров, являющихся одновременно клиентами и участниками их финансово-промышленных групп.

Низкий профессиональный уровень руководящего звена ряда банков, а, в отдельных случаях, - личная заинтересованность банковских менеджеров в проведении операций, нарушающих экономические интересы клиентов и акционеров.

Политизированность мышления и действий высших руководителей некоторых крупных банков, масштабное использование ими находящихся в их распоряжении ресурсов для решения политических целей, выходящих за рамки собственно банковского дела.

Недостаточная жесткость надзорных требований.

Недостатки действующего законодательства, нерегулированность многих юридических аспектов деятельности банков, осуществления банковского надзора; отсутствие системы страхования вкладов населения, организации процедур санирования, реструктуризации и банкротства банков.

Все указанные проблемы не являются независимыми друг от друга. Их можно разделить на две группы. Это внешние по отношению к банкам проблемы, решение которых практически не зависит от самих банков (п.п. 3,8,9) и внутренние, связанные с непосредственной деятельностью банков.

Внутренние проблемы условно можно разделить на три группы. Сформулированные в перечне четвертая и шестая проблемы возникли как

следствие недостаточной квалификации или низкого качества работы высших руководителей конкретных коммерческих банков. Пятая и седьмая проблемы - в результате сочетания недостаточного контроля за работой банков со стороны акционеров и несовершенства банковского надзора. Первая и вторая - как бы итог совместного влияния двух названных выше групп. Внешние проблемы действовали практически одинаково во всех банках.

Во многих банках плохо налажено управление рисками, нарушались размеры риска на одного заемщика. К обычным банковским рискам добавлялись риски, связанные с владением промышленными и другими предприятиями. Из всего этого следует вывод - причины кризиса накапливались задолго до его начала.

### **18. Понятие банкротства.**

Под несостоятельностью (банкротством) в новом Федеральном законе понимается неспособность должника удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей, то есть неплатежеспособность.

Юридическое лицо (организация) считается неспособной удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей, если соответствующие обязательства не исполнены ею в течение трех месяцев с даты, когда они должны были быть исполнены (ст.3 Закона).

Основания для признания кредитной организации банкротом определяются федеральным законом о несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций.

Под несостоятельностью (банкротством) кредитной организации понимается признанная арбитражным судом ее неспособность удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей. Кредитная организация считается неспособной удовлетворить требования кредиторов по денежным

обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей, если соответствующие обязанности не исполнены ею в течение одного месяца с момента наступления даты их исполнения (ст.2 Закона).

Для признания банкротами стратегических организаций и субъектов естественной монополии необходима их суммарная задолженность в 500000 рублей, непогашенная в течение шести месяцев.

Что касается должника-гражданина, то для признания его банкротом необходимо также, чтобы сумма задолженности по его обязательствам превысила стоимость принадлежащего ему имущества.

Таким образом, в основе понятия банкротства лежит презумпция, согласно которой участник имущественного оборота, не оплативший товары, работы, услуги, а также не уплативший налоги и иные обязательные платежи в течение длительного (более трех или более шести месяцев) срока, не способен погасить свои обязательства перед кредиторами. Чтобы избежать банкротства, должник должен либо погасить свои обязательства, либо представить суду доказательства необоснованности требований кредиторов, налоговых и иных уполномоченных государственных органов. При определении критериев банкротства в силу статьи 4 Закона принимаются во внимание денежные обязательства должника и его обязанности по уплате обязательных платежей в бюджет и внебюджетные фонды.

### **19.Причины возникновения состояния банкротства.**

Самыми распространенными причинами деловой несостоятельности являются экономические, финансовые факторы и факторы, связанные с профессионализмом управления.

В экономической литературе также распространена классификация факторов, обуславливающих несостоятельность (банкротство) организаций на внешние и внутренние.

К внешним факторам, оказывающим сильное влияние на хозяйственную деятельность предприятия, относятся размер и структура потребностей,

уровень доходов и накоплений населения; политическая стабильность и направленность внутренней политики; развитие науки и техники, определяющие все составляющие процесса производства товара и его конкурентоспособность; международная конкуренция; последствия общеэкономического спада, инфляции.

Внутренние факторы, определяющие развитие предприятия и влияющие на результаты его хозяйственной деятельности, в экономической литературе в общем виде представляются четырьмя основными группами. Это стратегия предприятия, принципы его деятельности, ресурсы и их использование, качество и уровень маркетинга. В свою очередь, данные группы факторов включают десятки, если не сотни конкретных причин, действующих на каждом предприятии избирательно. Некоторые авторы, конкретизируя внутренние факторы, усиливающие кризисную ситуацию предприятия, выделяют в данной группе факторов ряд подгрупп.

Помимо рассмотренных выше классификаций, факторы банкротства можно разделить на количественные и качественные. К количественным факторам несостоятельности можно отнести небольшую величину показателя отношения движения денежных средств к общим обязательствам; высокую величину показателя отношения долговых обязательств к акционерному капиталу и показателю отношения долговых обязательств к общей сумме активов; незначительный доход на инвестиции; скромную величину отношения нераспределенной прибыли к общей сумме активов; низкий уровень отношения оборотного капитала к общей сумме активов и отношения оборотного капитала к продажам; недостаточный уровень отношения необоротных активов к среднесрочным и долгосрочным обязательствам; малый коэффициент покрытия процента; нестабильную прибыль; скромные размеры компании, определяемые объемами продаж и (или) общей суммой активов; цену облигаций предприятия; существенное увеличение коэффициента «Бета»; большую разницу между рыночной ценой акции и ее

балансовой стоимостью; снижение дивидендных платежей; значительный рост WACC; высокий показатель отношения постоянных затрат к общим затратам; неспособность поддерживать должный уровень внеоборотных активов .

К качественным причинам банкротства можно отнести плохую систему финансовой отчетности и неспособность предприятия контролировать расходы; неопытность руководства компании; наличие спада в промышленности; неспособность фирмы получать соответствующее финансирование и значительные кредитные ограничения на любое получаемое финансирование; неспособность погасить просроченные обязательства; неквалифицированное управление компанией; неспособность менеджеров быстро перестраиваться в связи с изменениями на рынке, идти в ногу со временем, особенно в технологически ориентированном бизнесе; высокий уровень коммерческого риска; неудовлетворительное страховое покрытие; осуществление незаконных мошеннических действий; недоучет менеджерами особенностей циклической деятельности бизнеса; неспособность перестраивать производство в соответствии с изменениями запросов потребителей; учет потенциальной ненадежности поставщиков; пересмотр долговых и арендных соглашений; недостаточно качественную систему бухгалтерской и финансовой отчетности.

Все представленные в литературе подходы к классификации причин банкротства имеют как преимущества, так и недостатки. Целесообразно обобщить, уточнить и дополнить уже имеющиеся перечни причин, приводящих к несостоятельности (банкротству) организаций и предложить их классификацию, более полную и адекватную относительно специфических условий экономики России.

### **Вопросы по теме 7:**

1. Финансовое планирование и прогнозирование.
2. Финансовые аспекты реструктуризации.

3. Финансовое планирование и прогнозирование.
4. Прогнозирование дополнительных финансовых потребностей
5. Мотивы и формы осуществления реструктуризации.
6. Стратегическая реструктуризация корпорации: расширение и сокращение акционерного капитала.
7. Слияние и поглощение
8. Причины, механизм и тактика слияния.
9. Методы защиты от враждебных слияний.
10. Способы финансирования операций слияния.
11. Анализ экономических выгод и издержек слияний.
12. Дробление компании.
13. Выделение бизнеса.
14. Финансовая реструктуризация: формы и методы.
15. Проблема реорганизации долга.
16. Рекапитализация корпорации.
17. Проблема реструктуризации в России.
18. Понятие банкротства.
19. Причины возникновения состояния банкротства.

**Тест по теме 7:**

1. К мероприятиям в рамках финансовой реструктуризации можно отнести такие:

1. Реструктуризацию задолженности кредиторам;
2. Слияния предприятий;
3. Ликвидацию предприятия;
4. Увеличения уставного капитала;

2. В случае реорганизации должника слиянием или присоединением его к другому, устойчивому предприятию...

1. Бухгалтерские балансы обоих предприятий консолидируются;
2. Задолженность предприятия-должника возмещается бывшими

собственниками его корпоративных прав;

3. Предприятие-должник исключается из государственного реестра и теряет свой юридический статус;

4. Все имущественные права и обязанности обеих предприятий переходят к юридическому лицу, которое возникло в результате слияния (присоединения).

## Лекция 8.

### Тема 8. Финансовое планирование и прогнозирование.

**Аннотация.** Данная тема раскрывает такие понятия как финансовое планирование и прогнозирование.

**Ключевые слова.** Финансовое планирование, финансовое прогнозирование

#### Методические рекомендации по изучению темы

- Тема содержит лекционную часть, где даются общие представления по теме;
- В качестве самостоятельной работы предлагается написать рефераты по особенностям ценных бумаг и выступить с устными докладами.
- Для проверки усвоения темы имеются вопросы к каждой лекции и тесты.

#### Рекомендуемые информационные ресурсы:

1. Бабич, Т.Н. Прогнозирование и планирование в условиях рынка: Учебное пособие / Т.Н. Бабич, И.А. Козьева, Ю.В. Вертакова, Э.Н. Кузьбожев. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2013. - 336 с.
2. Басовский, Л.Е. Прогнозирование и планирование в условиях рынка: Учебное пособие / Л.Е. Басовский. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2013. - 260 с.

#### Глоссарий.

**Финансовое планирование** — это планирование всех доходов и направлений расходования денежных средств для обеспечения развития организации.

**Прогнозирование** состояния как внешней, так и внутренней, экономической, финансовой среды организации осуществляется путем систематического анализа основных факторов. Качество прогноза определяет и качество финансового плана.

**Оптимизация.** В соответствии с данным принципом финансовое планирование должно обеспечить выбор допустимых и наилучших с точки

зрения ограничений альтернатив использования финансовых ресурсов.

**Координация и интеграция.** При финансовом планировании следует учитывать интеграцию различных сфер деятельности организации.

**Упорядочение.** С помощью финансового планирования создается единый порядок действий всех работников организации.

**Контроль.** Финансовое планирование позволяет наладить эффективную систему контроля за производственно-хозяйственной деятельностью, анализ работы всех подразделений организации.

**Документирование.** Финансовое планирование обеспечивает документированное представление процесса финансово-хозяйственной деятельности организации.

**Финансовое прогнозирование** - оценка возможных финансовых последствий принимаемых решений и внешних факторов, влияющих на результаты деятельности компании.

**Вопросы для изучения:**

1. Оценка актива должника и определение размера его долга.
2. Особенности отечественной практики банкротства.
3. Финансовое планирование и прогнозирование.
4. Понятие и содержание финансового планирования.
5. Роль финансовых планов и прогнозов в стратегическом и оперативном управлении корпорацией.
6. Виды и формы финансового планирования.
7. Информация, используемая в процессе финансового планирования.
8. Роль финансовой отчетности в принятии финансовых решений.

9.Интерпретация финансовой информации.

10.Анализ финансового состояния российских корпораций.

11. Методы, используемые в финансовом планировании.

12.Принципы бюджетирования.

13.Бюджет доходов и расходов.

14.Цикл движения потоков денежных средств и его определение.

15.Бюджет движения денежных средств.

16. Финансовое прогнозирование

17.Прогнозирование дополнительных финансовых потребностей

18.Основные методы и типы моделей, используемые в финансовом прогнозировании.

19.Прогнозирование на основе метода пропорциональной зависимости показателей от объема реализации.

20.Регрессионные методы прогнозирования.

21.Прогнозная финансовая документация.

### **1.Оценка актива должника и определение размера его долга.**

1.Все имущество (активы) должника, указанное в бухгалтерском балансе либо заменяющих его бухгалтерских документах, образует основу для формирования конкурсной массы. В конкурсную массу включаются объекты социально - коммунальной сферы, находящиеся на балансе должника, за исключением жилищного фонда, детских дошкольных учреждений и отдельных жизненно важных для данного региона объектов

производственной и коммунальной инфраструктуры, которые должны быть приняты на баланс соответствующих органов местного самоуправления или органов государственной власти, если иное не предусмотрено законодательством Российской Федерации.

2. В ходе конкурсного производства конкурсный управляющий с помощью привлеченных экспертов проводит инвентаризацию и оценку имущества (активов) должника и его обязательств (пассивов). Размер вознаграждения экспертам определяется арбитражным судом в порядке, устанавливаемом Верховным Советом Российской Федерации.

3. Оценка имущества (активов) должника, составляющего конкурсную массу, производится в порядке, устанавливаемом законодательством Российской Федерации.

4. В конкурсную массу не включается имущество (активы), являющееся предметом залога.

5. В конкурсную массу не включается имущество, не принадлежащее должнику на праве собственности (полного хозяйственного ведения), в том числе:

-арендованное должником имущество;

-имущество, находящееся на ответственном хранении у должника;

личное имущество работников предприятия - должника, за исключением имущества, на которое в соответствии с законодательством или учредительными документами предприятия может быть обращено взыскание по обязательствам должника.

## **2. Особенности отечественной практики банкротства.**

Общая идеология российского законодательства о несостоятельности ориентирована на гипотетически саморегулирующийся "чистый" рынок, где "невидимая рука" конкуренции автоматически перераспределяет наиболее оптимальным образом трудовые и материальные ресурсы общества. Этот фактор в совокупности с несовершенством инфраструктуры рынка и слабостью правовой системы привел к тому, что применение института

несостоятельности предприятий в российских условиях стало не созидательной, а разрушительной мерой. На начало 2001 года в арбитражных судах находилось более 19 тыс. дел о банкротстве, по большинству из которых (более 15 тыс.) открыты ликвидационные процедуры. В большинстве случаев даже процедуры внешнего управления, основной целью которых является финансовое оздоровление должника, заканчиваются безрезультатно. Так, из 1200 процедур внешнего управления, введенных в 1999 году, и 996 процедур, введенных в 2000 году, только 66 и 50 соответственно закончились восстановлением платежеспособности должника.

В отличие от российской практики в зарубежных странах институт несостоятельности рассматривается в качестве одного из элементов государственной экономической политики и направлен на оздоровление как отдельных хозяйствующих субъектов, так и национальной экономики в целом. Вышеприведенные факты определяют актуальность исследуемой проблемы.

Степень исследования проблемы. Как в России, так и в других странах проблемы несостоятельности хозяйствующих субъектов остаются слабо изученными. В рамках стабильных рыночных систем несостоятельность предприятий не носит всеобщего характера, поэтому имеющиеся экономические исследования зарубежных ученых в основном носят узкий характер: рассматриваются либо проблемы оптимизации ограниченных ресурсов (в рамках общей теории экономики), либо проблемы диагностики несостоятельности - констатации факта уже наступившего банкротства на основе публичной финансовой отчетности компании (в рамках теории финансового менеджмента).

В отечественной экономической науке также недостаточно работ, исследующих проблемы несостоятельности отечественных предприятий. Среди них следует выделить исследования по политэкономическим аспектам несостоятельности хозяйствующих субъектов (В. Шевченко), работы, посвященные правовым проблемам банкротства (П. Баренбойм, В. Степанов,

М. Телюкина), работы, исследующие финансовые проблемы диагностики банкротства предприятий (В. Астахов, А. Ковалев, Г. Мерзликина), работы по антикризисному управлению несостоятельными предприятиями (Э. Короткое, Э. Уткин), работы по проблемам применения механизма банкротства в российской экономике (В.Гусев, Г. Таль, Г. Юн). Несмотря на имеющиеся работы, проблема комплексного исследования причин и поиска путей преодоления несостоятельности отечественных предприятий в условиях переходной экономики, выявления особенностей применения механизма банкротства с целью его дальнейшего совершенствования и использования в качестве инструмента оздоровления национальной экономики остается в недостаточной мере изученной.

Цели и задачи исследования. Цель исследования - выявление особенностей банкротства российских предприятий и выработка на этой основе предложений по совершенствованию действующего института несостоятельности.

В соответствии с целью исследования были поставлены следующие задачи:

- на основе сравнительного анализа современного состояния института несостоятельности в странах с развитой рыночной экономикой и в России выявить особенности отечественного механизма банкротства;
- выявить отличительные особенности российских предприятий от корпораций в рыночной экономике, которые следует учитывать при применении и дальнейшем совершенствовании института несостоятельности и банкротства;
- раскрыть механизм возникновения неплатежеспособности российских предприятий, обусловленный особенностями прежней плановой системы хозяйствования и трудностями нынешней переходной экономики;
- на базе сравнительного анализа российской и зарубежных систем корпоративного управления выявить связь между качеством корпоративного управления и финансовым состоянием отечественных предприятий;

- определить особенности применения механизма банкротства хозяйствующих субъектов в российской практике;
- выявить закономерности и тенденции развития института несостоятельности в странах с рыночной экономикой;
- на основе выявленных особенностей банкротства российских предприятий выработать предложения по совершенствованию действующего института несостоятельности.

Объект исследования - несостоятельные предприятия реального сектора экономики России.

Предметом исследования является методология применения и дальнейшего совершенствования института несостоятельности и банкротства российских предприятий.

Методологической основой исследования послужили принципы диалектической логики, единства логического и исторического подходов к анализу социально-экономических процессов, методы формальной логики (индукции и дедукции, анализа и синтеза), научной абстракции. В совокупности методы, использованные в диссертации, позволили обеспечить достоверность проведенного исследования и обоснованность выводов.

### **3. Финансовое планирование и прогнозирование.**

**Финансовое планирование** — это планирование всех доходов и направлений расходования денежных средств для обеспечения развития организации. Основными целями этого процесса являются установление соответствия между наличием финансовых ресурсов организации и потребностью в них, выбор эффективных источников формирования финансовых ресурсов и выгодных вариантов их использования.

В процессе финансового планирования устанавливается оптимальная пропорция между финансовыми и материальными ресурсами. Финансовое планирование в организациях взаимосвязано с планированием хозяйственной деятельности и строится на основе показателей производственного плана (объема производства, реализации, сметы затрат на производство, плана

капитальных вложений и т. д.). В процессе составления проекта финансового плана осуществляется критический подход к показателям производственного плана, выявляются и используются неучтенные в них внутривладельческие резервы и пути более эффективного использования производственной мощности предприятия, более рационального расходования материальных ресурсов, повышения качества продукции, расширения ассортимента и др. Вместе с тем финансовое планирование призвано определить оптимальные пропорции в сфере финансовых отношений, т. е. обеспечить рациональное соотношение между объемом, темпами роста производства и финансовыми ресурсами предприятия, между бюджетными, собственными и кредитными ресурсами, направляемыми на расширение производства.

Финансовое планирование осуществляется посредством составления финансовых планов разного содержания и назначения в зависимости от задач и объектов планирования. Исходя из этого финансовые планы следует разделить на долгосрочные, текущие и оперативные.

В долгосрочном финансовом плане определяются ключевые финансовые параметры развития организации, разрабатываются стратегические изменения в движении ее финансовых потоков. В текущем финансовом плане все разделы плана развития организации увязываются с финансовыми показателями, определяются влияние финансовых потоков на производство и продажу, конкурентоспособность организации в текущем периоде. Оперативный финансовый план включает краткосрочные тактические действия — составление и исполнение платежного и налогового календаря, кассового плана на месяц, декаду, неделю.

#### **Задачи финансового планирования:**

- выявление резервов увеличения доходов организации и способов их мобилизации;
- эффективное использование финансовых ресурсов, определение наиболее рациональных направлений развития организации, обеспечивающих в планируемом периоде наибольшую прибыль;

- увязка финансовых ресурсов с показателями производственного плана организации.

Расширение деятельности предприятия (увеличение объемов продаж) неизбежно приводит к необходимости увеличения его активов (основных и оборотных средств). Сообразно этому увеличению активов должны появиться дополнительные источники финансирования. Часть этих источников (например, кредиторская задолженность и начисленные обязательства) увеличиваются в соответствии с наращиванием объемов реализации предприятия. Разница между увеличением активов и пассивов и составляет потребность в дополнительном финансировании.

Таким образом, потребность во внешнем финансировании будет тем больше, чем больше существующие активы, темп прироста выручки и норма распределения чистой прибыли на дивиденды, и тем меньше, чем больше краткосрочные пассивы и чистая рентабельность реализованной продукции.

В процессе принятия решения о дополнительном финансировании выделяют **основные этапы прогнозирования потребностей финансирования:**

- составление прогноза продаж на основе статистических методов с использованием экономико-математических моделей, а также на основе экспертных оценок;
- составление прогноза переменных затрат;
- составление прогноза финансирования основных и оборотных активов, требуемых для достижения необходимого объема продаж;
- расчет потребностей во внешнем финансировании и изыскание соответствующих источников.

Расчет потребности во внешнем финансировании осуществляется с помощью метода процента от продаж.

В основе данного метода лежат следующие предположения:

- переменные затраты, текущие активы и текущие обязательства увеличиваются пропорционально увеличению объема продаж;

- изменение постоянных затрат связано с максимальной величиной и фактической степенью загрузки мощностей;

- процент увеличения стоимости основных средств рассчитывается под заданный процент наращивания оборота в соответствии с технологическими условиями бизнеса и с учетом наличных недогруженных основных средств на начало периода прогнозирования, степенью материального

и морального износа наличных средств производства и т. п.;

- долгосрочные обязательства и акционерный капитал берутся в прогноз неизменными;

- нераспределенная прибыль прогнозируется с учетом нормы распределения чистой прибыли на дивиденды и чистой рентабельности реализованной продукции: к нераспределенной прибыли базового периода прибавляется прогнозируемая чистая прибыль и вычитаются дивиденды.

Если у предприятия нет возможностей или желания привлекать дополнительные источники средств, возможными путями решения проблемы являются снижение нормы распределения прибыли на дивиденды и увеличение показателя чистой рентабельности продаж.

#### **4. Понятие и содержание финансового планирования.**

Финансовое планирование занимает важное место в системе управления предприятием. Здесь воплощаются в конкретные **финансовые** показатели стратегические **цели** предприятия, происходит обеспечение **финансовыми** ресурсами текущей деятельности. Без **финансового** плана невозможно привлечение сторонних инвесторов, без него позиции предприятия в конкурентной борьбе крайне неустойчивы.

Финансист должен владеть различными методами **финансового планирования**, иметь навыки в разработке **финансовой** стратегии. Эффективное управление финансами организации возможно лишь при **планировании** всех **финансовых** ресурсов, их источников.

Планирование — это процесс разработки и принятия целевых установок в количественном и качественном выражении, а также определение путей их наиболее эффективного достижения.

Финансовое **планирование** ставит своей целью определить соответствие доходов организации на прогнозируемый период расходам за этот же период. Финансовое **планирование** — это многоуровневая система расчетов, которые затем консолидируются в балансе доходов и расходов (**финансовом** плане).

Основные этапы **финансового планирования**:

- Расчет величины выручки от продажи продукции (работ, услуг).
- Расчет величины затрат на производство и реализацию продукции.
- Расчет прибыли от реализации и прочих доходов и расходов. Определение размера прибыли на планируемый период.
- Расчет источников финансирования прироста внеоборотных активов (капитальных вложений).
- Расчет потребности предприятия в оборотных средствах и источников финансирования прироста норматива оборотных средств.
- Распределение прибыли по направлениям ее использования.
- Расчет источников финансирования научно-исследовательских работ, **содержания** объектов социальной сферы и других расходов, финансируемых из различных источников.

Составление проверочной таблицы (шахматки) соответствия расходов предприятия источникам финансирования.

Составление баланса доходов и расходов (**финансового** плана). — основным задачам **финансового планирования** относятся:

- 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 рациональных **финансовых** отношений с бюджетом, банками и контрагентами;

-соблюдение интересов акционеров и других инвесторов;

-контроль за **финансовым** состоянием, платежеспособностью и кредитоспособностью предприятия.

Для **финансового планирования** используют следующие методы:

-метод экономического анализа;

-нормативный метод;

-метод балансовых расчетов;

-метод денежных потоков;

-метод многовариантности расчетов;

-метод экономико-математического моделирования.

По периоду охвата **финансовое планирование** подразделяется на перспективное, текущее и оперативное. Перспективное **планирование** определяет важнейшие показатели, пропорции и темпы развития предприятия. Оно предполагает разработку **финансовой** стратегии предприятия. Финансовая стратегия дает определение долгосрочных целей **финансовой** деятельности и выбор наиболее эффективных способов их достижения.

Результатом перспективного **планирования** является разработка трех основных **финансовых** документов: прогноза отчета о прибылях и убытках; прогноза бухгалтерского баланса; прогноза движения денежных средств, основная цель которых — прогнозная оценка **финансового** состояния предприятия.

### **5.Роль финансовых планов и прогнозов в стратегическом и оперативном управлении корпорацией.**

Стратегия — это основное направление деятельности. Она должна быть отражена в плане, предназначенном для того, чтобы обеспечить осуществление миссии — достижение главной цели организации

и других ее целей. Стратегия воплощается в детальный всесторонний комплексный план. Современная практика эффективного планирования обладает определенными особенностями. Одна из них состоит в том, что годовой стратегический план объединяется с годовым финансовым планом, их совокупность образует внутрифирменный план, который является инструментом согласования стратегического и оперативного планирования. Тенденцией последних лет является сокращение периодов изменения стратегий, переход к непрерывному стратегическому планированию. Стратегические планы должны быть целостными в течение возможно более длительного времени, но достаточно гибкими, чтобы при необходимости можно было осуществить их переориентацию в необходимый момент времени.

Оперативные планы на крупных предприятиях составляются обычно на 5-летний период. В рамках 5-летнего плана детально прорабатываются планы на первый год, план каждого следующего года становится все менее определенным. Оперативный план призван обеспечить детальное руководство деятельностью предприятия на основе избранной стратегии с целью решения стоящих перед ним задач.

Оперативный план, в котором важная роль отводится финансам, обычно включает следующие разделы: 1) предназначение и цель предприятия; 2) масштаб и сфера деятельности предприятия; 3) задачи предприятия; 4) прогноз экономической обстановки; 5) стратегия корпорации; 6) обобщение итогов прогноза деятельности; 7) специальные планы и направления — маркетинг, производство, руководство и кадровый состав, исследования и разработки, новая продукция и финансы, в том числе: оборотный капитал (общая политика управления оборотным капиталом, управление денежными средствами и ценными бумагами, управление запасами, кредитная политика и управление дебиторской задолженностью), дивидендная политика, финансовый прогноз (инвестиционная политика, бюджет денежных средств, прогнозная финансовая отчетность, потребность во

внешнем финансировании, анализ финансовых условий), учетная политика, система управленческого контроля; 8) консолидированный план предприятия.

Процесс финансового планирования можно разделить на следующие пять этапов.

1. Разработка системы прогнозных вариантов финансовых отчетов, используемых для анализа влияния изменений параметров оперативного плана на прогнозируемый уровень основных показателей финансового состояния. После того как окончательный вариант финансового плана будет составлен и принят к действию, эта система применяется и для контроля за результатами деятельности.

2. Определение потребности предприятия в финансовых средствах, необходимых для обеспечения выполнения ее 5-летнего плана в части средств, затрачиваемых на поддержание материально-технической базы, на финансирование роста объемов запасов и дебиторской задолженности, на программы исследований и разработок, на проведение рекламных кампаний.

3. Прогнозирование структуры источников финансирования, которые необходимо использовать в течение следующих 5 лет, в том числе оценка размера финансовых ресурсов, которые будут сформированы за счет прибыли компании, а также ресурсов, которые придется изыскивать за счет привлечения внешних источников финансирования.

4. Создание и поддержание в работоспособном состоянии системы управления, отвечающей за размещение средств и их использование внутри предприятия.

5. Разработка процедур корректировки плана в случае, если реальные экономические условия отличаются от тех прогнозов, на которых был основан действующий план. Этот этап представляет собой кибернетический контур обратной связи в системе управления, замыкание которого позволяет учесть изменения, обусловленные новой ситуацией.

## **6. Виды и формы финансового планирования.**

В зависимости от используемой информации о прошлом, настоящем или желательном финансовом состоянии компании в будущем различают реактивное, инактивное, преактивное, интерактивное направления планирования.

Представителей каждого из этих направлений планирования очень образно характеризует Р. Акофф: «Инактивисты стремятся удержаться в бурном потоке; реактивисты пытаются плыть против него; преактивисты стараются оседлать его первую волну; интерактивисты намерены поменять течение реки».

*Реактивное планирование* нацелено в прошлое, и только в прошлое. Недаром это направление еще называют «возврат к прошлому». Основной метод реактивного планирования заключается в исследовании всех проблем с точки зрения их возникновения и развития в прошлом. Финансы организации воспринимаются сторонниками реактивного планирования как устойчивый, стабильный, хорошо налаженный механизм. Все происходящее в организации заранее известно. Управляется она сверху вниз при помощи личного авторитета высшего руководителя и его «отцовского» (патерналистского) отношения к подчиненным. Планирование же осуществляется снизу вверх и опирается только на предшествующий опыт без учета объективных обстоятельств сегодняшнего дня и возможных будущих изменений. Первоначально выясняются и оформляются в планы нужды и пожелания подразделений предприятия. Собранные материалы передаются руководству следующего уровня, которое корректирует, редактирует их и передает на следующий уровень, и так до верхнего уровня управления, где разрабатывается сводный проект плана. Низовыми подразделениями проект плана не корректируется.

*Инактивное планирование* нацелено на приспособление к настоящему, и только к настоящему. Оно означает инертность (делать что-либо по привычке, без сознательных усилий). При таком планировании не считается нужным

возвращаться в прошлое или стремиться к движению вперед, существующие условия воспринимаются как достаточно хорошие. Удовлетворение настоящим – отличительная черта инактивизма. Для него характерно также представление о том, что равновесие в положении организации достигается естественным путем.

*Преактивное планирование* предполагает оценку будущих событий. При данном методе большое значение приобретают экономико-математические методы прогнозирования.

*Интерактивное планирование* (приставка «интер» означает «меж», «между») основано на принципе участия и максимальной мобилизации творческих способностей работников организации. Оно подразумевает, что будущее подвластно контролю и в значительной мере является продуктом созидательных действий работников организации, обладающих знаниями прошлого, настоящего финансового состояния предприятия и внешней среды. Цель интерактивного планирования – проектирование будущего. Предполагается, что при применении интерактивного планирования будущее спланировано со стопроцентной вероятностью, что в реальной жизни недостижимо и делает его скорее идеально теоретическим, чем практическим.

В современной экономической литературе рассматриваются три модели финансового планирования.

1. разработка финансового раздела бизнес-плана;
2. бюджетирование;
3. составление прогнозных финансовых документов.

Планирование также подразделяют на три вида: стратегическое – 2–5 лет; текущее – сроком на один год; оперативное – на срок менее одного года.

Управление как процесс начинается со стратегического планирования, так как оно обеспечивает основу для всех последующих управленческих решений.

## 7. Информация, используемая в процессе финансового планирования.

Для успешной организации финансового планирования на предприятии необходимо наличие четырех обязательных условий (компонентов), которые тесно связаны между собой и составляют инфраструктуру процесса финансового планирования организации (Рис. 1.1.).

Во-первых, коммерческая организация должна располагать соответствующей методологической и методической базой разработки, контроля и анализа исполнения комплекса финансовых планов (стратегического, перспективного, бизнес-плана, текущего, оперативного), а работники финансово-экономических служб должны быть достаточно квалифицированы, чтобы уметь применять эту методологию на практике. Методологическая и методическая база составления, контроля и исполнения финансовых планов составляет аналитический блок (или компонент) процесса финансового планирования.

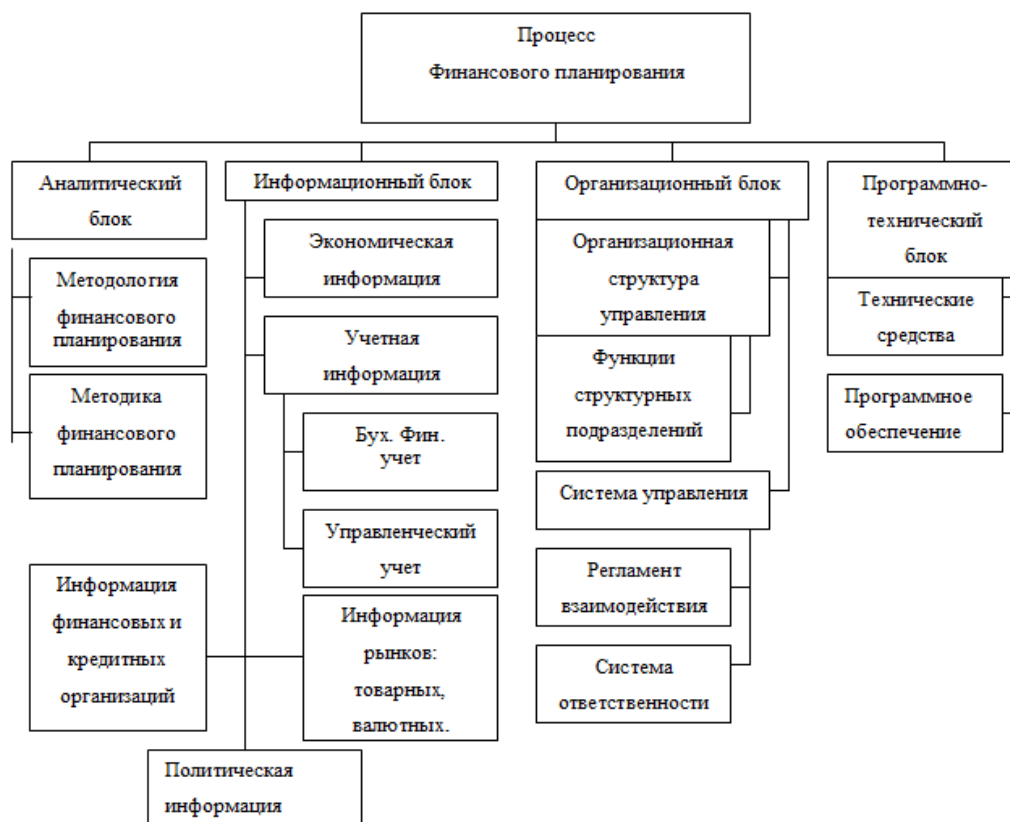


Рис. 1.1. Структура процесса финансового планирования.

Во-вторых, для того чтобы разрабатывать финансовые планы, контролировать и анализировать их исполнение, нужна внутренняя информация о деятельности предприятия, достаточная для того, чтобы представить себе его реальное финансовое состояние, движение товарно-материальных и финансовых потоков, и внешняя информация. Основой информационного блока (компонента) процесса финансового планирования является:

- экономическая информация – прогноз процентных ставок, прогноз валового внутреннего продукта, прогноз темпов инфляции;

- учетная информация – информация бухгалтерского учета (баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет о движении денежных средств) и управленческого учета;

- информация фондового рынка – рыночная капитализация компании, курс акции, прибыль на акцию, коэффициент "цена/прибыль", коэффициент дивидендных выплат и пр.;

- сообщения финансовых органов, информация учреждений банковской системы, информация товарных, валютных бирж, и прочая финансовая информация;

- политическая информация.

Кроме того, функционирование системы финансового планирования осуществляется в рамках действующего нормативно-правового обеспечения, к которому относятся законы, указы Президента РФ, постановления Правительства РФ, приказы и распоряжения отраслевых министерств, уставные документы, инструкции и пр.

В-третьих, процесс финансового планирования всегда реализуется через соответствующую организационную структуру и систему управления, составляющие организационный блок (компонент) процесса.

Понятие организационной структуры включает в себя:

- количество и функции служб аппарата управления, в чьи обязанности входит разработка, контроль и анализ финансовых планов организации;

-совокупность структурных подразделений (центров финансовой ответственности), которые ответственны за исполнение финансового плана (бюджета).

Составление финансовых планов в организациях любой величины представляет собой сложную административную задачу, решением которой, как правило, занимается множество сотрудников. Конкретная структура служб аппарата управления во многом зависит от организационно-правовой формы коммерческой организации, ее размера и вида деятельности.

На малых предприятиях обычным явлением совмещения функции финансового планирования, поэтому один человек может быть одновременно и руководителем организации, и финансовым менеджером. В средних по размеру предприятиях, как правило, существует специализация, и для управления денежными потоками приходится держать отдельный штат работников, на крупных предприятиях в процессе планирования принимают участие высшее руководство предприятия, финансово-экономическая служба (финансово-экономический департамент, финансовое управление и т.п.), подчиненная вице-президенту по финансам, руководители и специалисты различных подразделений.

В-четвертых, в процессе финансового планирования и контроля происходит регистрация и обработка больших массивов информации. Необходимость моделирования, включая анализ по сценарию "что, если", просмотр исторической информации, а также отчетность и графическое представление данных немислимы без использования программно-технических средств (компьютерной базы и программного обеспечения). Программно-технические средства, используемые в процессе финансового планирования и контроля, составляют программно-технический блок (компонент) системы финансового планирования

## **8. Роль финансовой отчетности в принятии финансовых решений.**

Финансовый анализ — важный составной элемент финансового менеджмента.

Финансовый менеджмент — это искусство управления финансами предприятий (корпораций), т. е. денежными отношениями, связанными с формированием и использованием их капитала и доходов. Искусство управления проявляется в разработке эффективной финансовой стратегии и тактики с помощью диагностики внутренней и внешней экономической среды.

Диагностика внутренней среды включает в себя разработку мер по эффективному управлению активами, собственным и заемным капиталом предприятия.

Анализ внешней среды осуществляют по следующим параметрам:

- изучение динамики цен на товары и услуги;
- рассмотрение ставок налогообложения и процентных ставок по банковским кредитам и депозитам, курса эмиссионных ценных бумаг;
- изучение деятельности конкурентов на товарном и финансовом рынках и др.

В результате проведенного анализа выявляют возможные альтернативные решения и осуществляют их оценку на предмет реализации. Субъектами анализа являются экономические службы хозяйствующего субъекта, а также заинтересованные в его деятельности внешние пользователи информации. Каждый субъект анализа изучает информацию, исходя из своих интересов.

Например, собственникам важно установить эффективность использования активов (имущества), собственного и заемного капитала предприятия, их способность генерировать максимальный объем дохода (прибыли).

Персонал заинтересован в информации о прибыльности и стабильности предприятия как работодателя с целью обеспечения гарантированной оплаты труда и рабочих мест.

Банки кредиторы заинтересованы в информации, позволяющей определить целесообразность предоставления кредитов, условий их выдачи, оценить риск по возвратности кредитов и уплате процентов. Заимодавцев, предоставляющих долгосрочные ссуды клиентам, интересует не только ликвидность активов предприятия, но и его платежеспособность с позиции ее сохранения в будущем.

Инвесторов (в том числе потенциальных собственников) интересует оценка доходности и риска осуществляемых и прогнозируемых инвестиций, способность предприятия формировать прибыль и выплачивать дивиденды. Поставщики и подрядчики заинтересованы в том, чтобы предприятие в срок рассчитывалось по своим обязательствам за поставленные товары, оказанные услуги и выполненные для него работы, т. е. финансовая устойчивость, как фактор стабильности партнера, не вызывала сомнения.

Покупатели и заказчики заинтересованы в информации, подтверждающей надежность сложившихся деловых связей и определяющей перспективы их дальнейшего развития.

Налоговые органы пользуются данными бухгалтерской отчетности для реализации своего права, предусмотренного Федеральным законом «О несостоятельности (банкротстве)», на обращение в арбитражный суд с заявлением о признании должника банкротом в связи с неисполнением денежных обязательств перед бюджетами всех уровней. Критерием для определения неудовлетворительной структуры баланса неплатежеспособных предприятий является их финансовая устойчивость и ликвидность статей баланса.

Внутренние пользователи (руководители и менеджеры) на базе бухгалтерской отчетности осуществляют оценку показателей финансового состояния предприятия, устанавливают тенденции его развития, готовят информацию финансовой отчетности, обеспечивающую всех заинтересованных пользователей. Информация бухгалтерской отчетности служит исходной базой для принятия решений по текущей, инвестиционной и

финансовой деятельности предприятия.

Таким образом, финансовый анализ является прерогативой высшего звена управления предприятием, способного принимать решения по формированию и использованию капитала и доходов, а также влиять на движение денежных потоков.

Эффективность локальных управленческих решений по определению цены готового продукта, объема закупок материальных ресурсов или поставок готовой продукции, по замене оборудования и технологии оценивают с точки зрения конечного финансового результата.

С помощью финансового анализа принимают решения по:

- 1) краткосрочному финансированию предприятия (пополнение оборотных активов);
- 2) долгосрочному финансированию (вложение капитала в эффективные инвестиционные проекты и эмиссионные ценные бумаги);
- 3) выплате дивидендов владельцам акций;
- 4) стоимости (цене) и структуре капитала;
- 5) мобилизации резервов экономического роста (за счет увеличения объема продаж и прибыли, снижения издержек производства, поглощения других компаний и пр.).

Обеспечение пользователей (особенно внешних) достоверной информацией о финансовом состоянии предприятия — ключевая задача международных стандартов, в соответствии с которыми строится концепция развития современного бухгалтерского учета и отчетности в России. Таким образом, информация, в которой заинтересованы все пользователи, должна предоставлять возможность реально оценивать способности предприятия генерировать денежные средства, формировать прибыль, а также осуществлять сравнительный анализ финансовых показателей за разные периоды времени, чтобы принимать обоснованные управленческие решения.

## 9. Интерпретация финансовой информации.

На стадии интерпретации перед социологом стоит задача превращения социологических данных в показатели. Полученные числовые величины (проценты, среднее арифметическое и т.п.) должны приобрести определенное смысловое содержание. Их необходимо соотнести с первоначальными замыслами исследователя, целью и задачами исследования, т.е. перевести в индикаторы. Социологические данные становятся показателями только в том случае, если исследователь «вносит» в них содержательный смысл, т.е. соотносит их с изучаемой проблемой, наиболее важными сторонами предмета исследования. Отклонение от этих требований ведет к формированию показателей, ошибочно трактующих полученные результаты, так как любые данные обладают свойством многозначности, их можно истолковать по-разному. Как правило, при обсуждении результатов исследования среди социологов возникают жаркие споры. Одни считают, что полученные данные имеют позитивный характер, другие уверены, что данные негативны, а третьи вообще избегают однозначных оценок. Заметим, что на интерпретации социологических данных сказывается обоснованность выдвинутых ранее гипотез исследования.

Интерпретация тесно связана с проблемой обоснованности критериев социального исследования. Понятие «критерий» здесь имеет два смысла: о качественный признак, внутренне присущий предметам или явлениям одного класса; о качественный признак, по которому судят об уровне развития исследуемого явления (мерило).

В социальных исследованиях всеобщим мерилom выступает общественная практика. Хотя правомерность данного критерия не вызывает сомнений, но этот критерий имеет существенный недостаток — неопределенность и неоперативность. Например, неэффективность общественной собственности на средства производства в СССР была выявлена в результате исторической практики лишь спустя семь десятилетий. За это время выросло несколько поколений людей со специфической

общественной психологией и нравственно-психологическими ориентациями (достаточно назвать проблемы бюрократизма, социального иждивенчества, отсутствия инициативы, лень и повальное пьянство). Ясно, что такой критерий неудобен для оперативного анализа и оценки социальных процессов. Нужны более гибкие и мобильные критерии.

По мнению социологов, такими критериями могут выступать: социальные и экономические интересы, а также правовые гарантии их защиты. Главное основание для такого выбора — их повседневная актуальность и необходимость для жизни социальных групп и каждого человека в отдельности. Насыщенность рынка товарами, доступность цен на товары повседневного спроса, удовлетворительный уровень доходов, обеспеченность работой, жильем, медицинским обслуживанием, доступность образования — степень удовлетворенности данных интересов образует такой качественный признак, как «социальное здоровье» общества, представляющего собой диагностический инструмент, с помощью которого можно постоянно оценивать уровень и стабильность этого «здоровья».

В критерии «социально-экономические интересы» в нашем обществе приобретают приоритетное значение следующие эмпирические показатели: имущественное положение различных слоев населения, тенденции и темпы развития экономики страны (региона, коллектива) и жизненно важных отраслей (энергетики, топливной промышленности, транспорта, легкой, пищевой промышленности, связи, сельского хозяйства, строительства), соотношение различных форм собственности и типов производства, состояние хозяйственных связей между регионами, отраслями, уровни дохода и профессиональная квалификация кадров и др.

В критерии «правовые гарантии» интересов особо значимы такие эмпирические показатели, как равноправие форм собственности, обозначение в действующих законах организационных структур контроля за исполнением норм и требований законов, соответствие существующих политических, правовых, хозяйственных структур нормам и требованиям законов,

определение в законах прав и обязанностей органов власти и управления, наличие в законах гарантий и санкций правовой ответственности должностных лиц на всех уровнях государственного управления, реальные возможности государственных служб и правоохранительных органов для реализации законов и других правовых актов (укомплектованность правоохранительных органов квалифицированными кадрами, степень удовлетворения их социальных нужд, заполнение штата налоговых служб квалифицированными кадрами и т.д.).

Таким образом, сама интерпретация полученных данных означает разъяснение одной системы данных (событие, факт, текст) с помощью другой, более конкретной и понятной.

#### **10. Анализ финансового состояния российских корпораций.**

В своей деятельности предпринимательские структуры обязательно должны учитывать и условия внешнего окружения, которое включает как законодательное обеспечение, так и макроэкономическую ситуацию. В частности, корпорации в своей текущей деятельности ориентируются на следующие основные показатели:

- динамику валютного курса;
- уровень рыночных цен на производимую продукцию;
- динамику индексов фондовой активности;
- уровень ставок банковского кредитования;
- налоговое окружение;
- динамику и структуру инвестиций.

Данные агрегированные показатели измеряются в целом по всем отраслям экономики, поэтому их можно считать достаточно объективными и использовать для более детального анализа складывающейся экономической ситуации и условий предпринимательской деятельности.

Ускоряющаяся цикличность развития повышает значение разработки новых и активизации традиционных механизмов и инструментов регулирования деятельности крупных корпораций,

а неопределенность динамики общеэкономических процессов ставит перед менеджментом корпораций задачу сокращения устойчивого и безопасного стратегического вектора развития, концентрации усилий и ресурсов на нейтрализацию возникающих угроз, а также использования имеющихся возможностей. В этой связи актуальным становится анализ функционирования управления компаниями на отдельных стадиях воспроизводственного цикла развития, особенно его антикризисного этапа. При этом стоит задача не только аналитического, но и практического плана, имея в виду возможность выработки рекомендаций по созданию реальных финансово-экономических предпосылок к восстановлению потенциала и повышению эффективности механизмов и инструментов регулирования компаний, ориентированных на модернизационно- инновационное развитие.

Степень разработанности проблемы. В последние годы обеспечения устойчивости на различных этапах воспроизводственно- кризисного цикла как экономики в целом, так и ее крупнейших корпоративных образований уделяется все больше внимания. Устойчивость к кризисным ситуациям и эффективность деятельности компаний становится главным условием сохранения их потенциала. и выживания в будущем. Проведен ряд научных исследований по проблемам устойчивости финансов корпоративного сектора экономики. К ним можно отнести исследования в области воспроизводственно-экономических циклов развития государственно- частного партнерства, экономической безопасности, финансово-кредитной политики, выполненных в Институте экономики РАН, исследования по экономико-математическим методам корпоративного управления, подготовленным в ЦЭМИ РАН. Ряд работ подготовлен Институтом системного анализа РАН, ГУ «Высшая школа экономики», Институтом микроэкономики, Академией государственной службы при Правительстве Российской Федерации и др.

## **11. Методы, используемые в финансовом планировании.**

В российской практике применяются различные методы планирования:

1. Балансовый метод - наиболее применяемый на предприятии. Суть его заключается в составлении взаимно уравновешивающихся расчетов, таблиц (балансов), в одной части которых указываются ресурсы, а в другой - направления их использования, и достижения их сбалансирования, например: баланс доходов и расходов, бухгалтерский баланс, кассовый баланс, баланс рабочей силы и заработной платы и др. Так, план товарооборота фирмы обязательно требует расчета плана его товарного обеспечения, что осуществляется посредством балансового метода, а баланс денежных доходов и расходов населения регионов - определения источников получения ими средств и направления их расходования, что также определяется балансовым методом.

2. Опытно-статистический метод планирования ориентируется на фактически достигнутые в прошлом результаты, по экстраполяции которых определяется план искомого показателя. Это достаточно простой метод планирования, но имеет существенные недостатки: плановый показатель, рассчитанный таким образом, отражает сложившийся уровень работы с его недоиспользованными резервами и погрешностями в прошлом.

3. Нормативный метод (метод технико-экономических расчетов) заключается в том, что при планировании применяется целая система норм и нормативов использования ресурсов предприятия (нормы расходов сырья и материалов, нормы выработки и обслуживания, трудоемкость, нормативы использования машин и оборудования, длительность производственного цикла, нормы запасов товарно-материальных ценностей). В экономике различают понятия «норма» и «норматив». Норматив - это научно обоснованная величина затрат, разработанная в централизованном порядке специальными научными учреждениями отрасли или государства. Норма - это обоснованная величина затрат, разработанная фирмой. Считается, что более обоснованными являются нормативы, применение которых повышает

точность и объективность планового показателя. Но они не всегда учитывают особенности конкретного региона или фирмы. В планировании часто используются следующие нормативы и нормы: сырья, материалов, топлива, электроэнергии, труда, удельных капиталовложений, финансовых затрат на единицу продукции, амортизации, транспортных тарифов, ставок арендной платы, ставок процентов по займам, естественной убыли, тарифов на электроэнергию, обеспеченности населения больничными койками, классной площади на ученика, количества зрительных мест на 1000 жителей и т. д. Использование этого метода возможно, если на предприятии есть обширная и эффективная нормативная база.

4. Группа экономико-математических методов планирования характеризуется возможностями оптимизации плановых решений. Эти методы идентичны применяемым в прогнозировании. Однако в планировании они еще предусматривают эффект от определенных действий работников по достижению цели, например: расчеты на отдельную операцию работника, что приведет к дополнительному изменению показателя под воздействием применяемых усилий; экстраполяцию результатов прошлых действий работников и т.д.

Суть данных методов планирования состоит в том, что они позволяют с меньшими затратами времени и средств находить количественное выражение взаимосвязи между сложными социально-экономическими, технологическими и иными процессами, опосредованными в показателях. Так, можно определить оптимальную зависимость: партией поставки товаров и издержками на их транспортировку и хранение; объемом деятельности и издержками с учетом необходимой прибыли; объемом капиталовложений и прибылью. Любой показатель может быть запланирован посредством экономико-математического метода. Применение этой группы методов способствует устранению субъективизма в планировании и повышает научный уровень обоснованности плана. Однако применение этих методов требует точного математического описания экономических задач и

обязательной экспертной оценки полученных данных.

5. Метод моделирования применяется в связи с тем, что в новых экономических условиях планирование полностью зависит от администрации предприятий и организаций. В основе большинства разрабатываемых планов лежат методологические подходы прошлых лет. Планирование на многих предприятиях начинается с объема производства, а надо решать, сколько можно реализовать продукции. Появились различные типы классификации финансовых планов: по уровням - стратегический и тактический; по методам планирования - системный и ситуационный подходы (разработка сценариев будущих ситуаций, экспертные оценки, методы математического моделирования и др.); по срокам - на длительный период и год с любой степенью детализации.

Более подробно рассмотрим методы финансового планирования на моделях экономического планирования.

В современной экономической литературе встречаются следующие модели финансового планирования: разработка финансовой части бизнес-плана, бюджетирование и составление прогнозных финансовых документов.

## **12. Принципы бюджетирования.**

Система бюджетирования основана на ряде принципов:

1. Единство бюджетной системы – этот принцип означает единство:

- а) нормативной базы;
- б) бюджетной документации;
- в) санкций и стимулов;
- г) методологии формирования и использования средств;

2. Существование границ доходов и расходов между уровнями бюджетной системы. Означает закрепление видов доходов и обязанностей за соответствующими субъектами управления;

3. Самостоятельность бюджетов. Этот принцип предполагает:

- а) право органов управления самостоятельно осуществлять бюджетный процесс;

- б) наличие собственных источников доходов у субъектов управления;
- в) право органов управления самостоятельно осуществлять расходование средств;
- г) недопустимость использования доходов, полученных дополнительно в ходе исполнения бюджета, сумм экономии и т. д.;
- д) недопустимость расходования средств других бюджетов для покрытия непредвиденных расходов бюджета;

4. Всестороннее отражение доходов и расходов бюджетов. Означает, что все доходы и расходы нужно воспроизводить в бюджете. Кроме того, для полноты картины необходима детализация группы доходов и расходов для выявления направлений денежных потоков и видов издержек предприятия;

5. Сбалансированность бюджета. Подразумевает равенство между суммой расходов и суммой доходов, включая дополнительное финансирование на покрытие дефицита бюджета, т. е. обязательным условием успешного функционирования финансово-хозяйственной деятельности является наличие финансовых ресурсов, при недостатке которых не все расходы могут быть оплачены, что может привести к нежелательным последствиям;

6. Бездефицитность бюджета. Принцип отсутствия дефицита бюджета, т. е. формирование бюджета таким образом, чтобы расходы предприятия не превышали его доходы. В случае возникновения такой ситуации необходимо закладывание в бюджет дополнительных источников финансирования;

7. Эффективность и экономность использования бюджетных средств. Означает, что при исполнении бюджета необходимо руководствоваться правилами разумного расходования средств, стремясь по возможности минимизировать расходы;

8. Достоверность бюджета. Означает реалистичный, наиболее точный подход к составлению бюджета, т. е. плановые данные, отраженные в бюджете, должны иметь наименьший процент отклонений от фактических показателей, быть максимально надежными. Для выполнения данного

принципа необходим ответственный подход и эффективный управленческий аппарат. От составления бюджетов центрами финансовой ответственности напрямую зависит достоверность генерального бюджета.

### **13. Бюджет доходов и расходов.**

Бюджет доходов и расходов позволяет управлять эффективностью компании, которая может измеряться такими показателями как прибыль и рентабельность. Причем на практике выделяют несколько уровней прибыли и соответственно рентабельности. Это может быть и валовая прибыль, и маржинальная прибыль, и операционная прибыль, и прибыль до вычета налогов, и чистая прибыль. Каждый из этих показателей бюджета доходов и расходов служит для определенных целей, которые достаточно понятны исходя из формул расчета этих прибылей.

Принцип ясен - из доходов постепенно вычитаются статьи расходов, при этом могут использоваться разные классификации затрат. Например при расчете маржинальной прибыли (выручка минус переменные расходы) используется классификация затрат на переменные/постоянные. Если рассчитывается валовая прибыль (общая и в разрезе продуктов), то используется классификация затрат на прямые/накладные (в данном случае по отношению к продуктам).

### **14. Цикл движения потоков денежных средств и его определение.**

Время, затраченное на то, чтобы деньги прошли по счетам оборотного капитала и опять стали деньгами, можно измерить, и оно называется циклом движения потоков денежных средств. В начале цикла организация вкладывает деньги в текущие активы, а завершается цикл, когда деньги возвращаются в качестве платы за поставленные товары и услуги. Если говорить более точно, то продолжительность цикла движения потоков денежных средств равна средней продолжительности оборота текущих активов или запасов плюс средний срок задержки платежей за поставленные товары или услуги (дебиторская задолженность) минус средний срок задержки по оплате кредиторской задолженности. Расчет продолжительности

цикла движения потоков денежных средств является важнейшей задачей для менеджера, управляющего оборотными средствами. Еще одной задачей является поиск способов ускорения поступления средств и замедления их оттока.

Цикл движения потоков денежных средств определяют следующим образом:

Цикл движения потоков денежных средств = Средняя продолжительность оборота товарно-материальных запасов + Средний срок задержки по оплате дебиторской задолженности – Средний срок задержки по оплате кредиторской задолженности = Число дней в плановом периоде  $\times$  (Средний объем товарно-материальных запасов / Расход запасов в производстве + Средняя задержка оплаты дебиторской задолженности / Объем продаж – Средняя задержка оплаты кредиторской задолженности / себестоимость данной продукции).

При этом средний объем запасов равен средней арифметической показателей на начало и конец планового периода; средняя задержка оплаты дебиторской задолженности равна средней арифметической дебиторской задолженности на начало и конец планового периода; средняя задержка оплаты кредиторской задолженности равна средней арифметической кредиторской задолженности на начало и конец планового периода.

Действия менеджера, влияющие на длительность цикла движения различных потоков денежных средств, таковы:

Действия менеджера = Финансирование товарно-материальных запасов, обеспечение ссуд, ликвидация излишних активов + Факторинг, ужесточение политики кредитования потребителей, повышение эффективности процедуры сбора долгов – Изменение частоты регулярных выплат, задержка оплаты счетов

### **15. Бюджет движения денежных средств.**

Управление денежными средствами - одна из наиболее актуальных задач, стоящих перед руководителями любой организации. Использование

технологий бюджетирования денежных средств является эффективным решением этих вопросов. Процесс бюджетирования присутствует в каждой компании, вне зависимости от её размера и направления деятельности. Каждый день руководители и менеджеры каждой компании устанавливают цели, планируют способы их достижения, контролируют процесс выполнения поставленных задач, анализируют достигнутые результаты и вырабатывают новые управленческие решения, направленные на повышение эффективности работы организации. Это и есть классический процесс бюджетирования: планирование -> контроль -> анализ -> планирование, являющийся одной из основных технологий управления организацией.

В теории управления финансами предприятия существует огромное количество самых различных бюджетов: бюджет доходов и расходов, бюджет продаж, инвестиционный бюджет, функциональные бюджеты, бюджеты центров финансовой ответственности, бюджет заработной платы и т.п. Однако, несмотря на все многообразие способов и форм бюджетирования, наиболее актуальным и востребованным предприятиями малого и среднего бизнеса является бюджет движения денежных средств (БДДС). И этому есть очень простое и логичное объяснение: именно денежные средства в подавляющем большинстве случаев являются наиболее востребованным ресурсом, обеспечивающим деятельность организации и отражающим эффективность этой деятельности. А именно применение технологии бюджетирования денежных средств обеспечивает эффективное планирование, контроль и управление этим ресурсом.

Бюджет движения денежных средств является сводным бюджетом, включающим в себя бюджет поступления средств и бюджет их расходования. Объясняется это тем, что только совокупность показателей перечисленных бюджетов и их взаимосвязь позволяют согласовать процесс расходования денежных средств и их поступления, а также сформировать реалистичный финансовый план, обеспечивающий требуемый уровень платежеспособности предприятия.

В системе БДДС заложена наиболее оптимальная для предприятий малого и среднего бизнеса структура аналитических разрезов и перечня доступных данных.

#### **Перечень доступных аналитических разрезов:**

- **Организации** - данный аналитический разрез актуален в случае, когда организационная структура компании включает в себя несколько юридических лиц или индивидуальных предпринимателей. Его наличие обеспечивает возможность бюджетирования денежных потоков как в разрезе каждого из участников холдинга, так и в целом по компании.

- **Статьи движения денежных средств** - является одним из самых главных классификаторов, задающим структуру источников поступления денежных средств, статьи и направления их использования.

- **Контрагенты** - обеспечивает возможность планирования движения денежных средств в разрезе организаций и индивидуальных предпринимателей, с которыми у компании установлены деловые отношения. Использование этого аналитического разреза рекомендуется, когда на этапе составления бюджетов имеется достоверная информация о том, с какими именно контрагентами будут производиться операции по расчетам денежными средствами, например, в случае, когда существуют подписанные договора, содержащие графики платежей и т.п.

- **Договоры контрагентов** - дополнительный аналитический разрез, позволяющий заложить в бюджет информацию о планах по конкретному договору.

- **Варианты бюджета** - использование данной аналитики позволяет пользователям программы закладывать в бюджет несколько сценариев или вариантов бюджета, например, нормальный, оптимистичный, пессимистичный и т.п. Значениями данного разреза являются элементы одноименного справочника "Варианты бюджета". По умолчанию в системе существует только один вариант бюджета - "Нормальный". При необходимости пользователи могут добавить произвольное количество

любых сценариев.

- **Плановый период** - периодом планирования бюджета является календарный месяц. Данное ограничение продиктовано опытом практической эксплуатации продукта и объясняется тем, что при меньших интервалах планирования (неделя, декада) более эффективно работает функционал системы Платежный календарь.

- **Валюты** - позволяют работать с бюджетами, заданными в любой валюте.

- **Документы** - все информация о бюджете организации и процессе его исполнения отражается в информационной базе на основании данных, содержащихся в электронных аналогах как первичных учетных документов, так и документов, задающих бюджеты поступления и расходования денежных средств. Данный аналитический разрез позволяет пользователям программы быстро получать различные детализированные до документа отчеты и расшифровки.

**Перечень доступных данных:**

- Запланированные данные
- Фактические данные
- Отклонения в абсолютном выражении
- Отклонения в относительном выражении (процентах)

**План поступления денежных средств**

План поступления денежных средств организации представляет собой сводный план, включающий в себя суммы ожидаемых платежей. Как правило, данный бюджет формируется на основании данных центров финансовой ответственности, отвечающих за реализацию товаров и оказание услуг. Источником информации для формирования этого бюджета, в зависимости от направления деятельности ЦФО или организации в целом, являются:

- Для оптовой торговли - данные о динамике продаж за прошлые периоды деятельности, суммы заключенных контрактов на поставку товаров и продукции и т.п;

- Для розничной торговли - информация о среднемесячной выручке торговых точек организации;
- В сфере оказания услуг - прогнозируемые объемы оказания услуг с учетом сезонных колебаний спроса и иных факторов;
- В сфере строительства - утвержденные графики инвестирования и платежей, утвержденные заказчиками и подрядчиками.

## **16. Финансовое прогнозирование.**

### ***Расчет потребности в дополнительном внешнем финансировании***

Основой финансового планирования является **финансовое прогнозирование**, т. е. оценка возможных финансовых последствий принимаемых решений и внешних факторов, влияющих на результаты деятельности компании. Отправной точкой финансового прогнозирования является прогноз продаж и соответствующих им расходов; конечной точкой и целью — расчет потребностей в дополнительном финансировании.

**Главная задача финансового прогнозирования** состоит в определении дополнительных потребностей финансирования, которые появляются вследствие увеличения объемов реализации товаров или предоставления услуг.

### **17. Прогнозирование дополнительных финансовых потребностей**

Расширение деятельности предприятия (увеличение объемов продаж) неизбежно приводит к необходимости увеличения его активов (основных и оборотных средств). Сообразно этому увеличению активов должны появиться дополнительные источники финансирования. Часть этих источников (например, кредиторская задолженность и начисленные обязательства) увеличиваются в соответствии с наращиванием объемов реализации предприятия. Разница между увеличением активов и пассивов и составляет потребность в дополнительном финансировании.

Таким образом, потребность во внешнем финансировании будет тем больше, чем больше существующие активы, темп прироста выручки и норма распределения чистой прибыли на дивиденды, и тем меньше, чем больше

краткосрочные пассивы и чистая рентабельность реализованной продукции.

В процессе принятия решения о дополнительном финансировании выделяют **основные этапы прогнозирования потребностей финансирования:**

- составление прогноза продаж на основе статистических методов с использованием экономико-математических моделей, а также на основе экспертных оценок;
- составление прогноза переменных затрат;
- составление прогноза финансирования основных и оборотных активов, требуемых для достижения необходимого объема продаж;
- расчет потребностей во внешнем финансировании и изыскание соответствующих источников.

Расчет потребности во внешнем финансировании осуществляется с помощью метода процента от продаж.

В основе данного метода лежат следующие предположения:

- переменные затраты, текущие активы и текущие обязательства увеличиваются пропорционально увеличению объема продаж;
- изменение постоянных затрат связано с максимальной величиной и фактической степенью загрузки мощностей;
- процент увеличения стоимости основных средств рассчитывается под заданный процент наращивания оборота в соответствии с технологическими условиями бизнеса и с учетом наличных недогруженных основных средств на начало периода прогнозирования, степенью материального и морального износа наличных средств производства и т. п.;
- долгосрочные обязательства и акционерный капитал берутся в прогноз неизменными;
- нераспределенная прибыль прогнозируется с учетом нормы распределения чистой прибыли на дивиденды и чистой рентабельности

реализованной продукции: к нераспределенной прибыли базового периода прибавляется прогнозируемая чистая прибыль и вычитаются дивиденды.

Если у предприятия нет возможностей или желания привлекать дополнительные источники средств, возможными путями решения проблемы являются снижение нормы распределения прибыли на дивиденды и увеличение показателя чистой рентабельности продаж.

Проведя необходимые корректировки рассчитывают, сколько пассивов не хватает, чтобы покрыть необходимые активы. Это и будет необходимая сумма дополнительного внешнего финансирования.

Данной методике соответствует следующая формула для расчета потребности в дополнительном финансировании:

**Дополнительное финансирование** =  $A_{\phi} \alpha - P_{\phi} \alpha - P_{\pi} V_{\phi} (1 + \alpha) (1 - \delta)$ ,

- $A_{\phi}$  — изменяемые активы отчетного баланса;
- $\alpha$  — прогнозируемый темп роста объема продаж;
- $P_{\phi}$  — изменяемые пассивы отчетного баланса;
- $P_{\pi}$  — чистая рентабельность продаж;
- $V_{\phi}$  — выручка отчетного периода;
- $\delta$  — норма распределения чистой прибыли на дивиденды.

Из формулы видно, что потребность во внешнем финансировании тем больше, чем больше нынешние активы и темп роста выручки и норма распределения чистой прибыли на дивиденды, и тем меньше, чем больше нынешние пассивы и чистая рентабельность реализованной продукции.

Точные данные о необходимых объемах внешнего финансирования формула дает в случае, когда предприятие работает с полной загрузкой мощностей и процент увеличения стоимости основных средств совпадает с процентом увеличения объемов производства и реализации продукции.

В данную формулу могут быть заложены и будущие планируемые значения рентабельности продаж и нормы распределения прибыли на дивиденды.

**Цель экспресс-методов финансового прогнозирования** — расчет объемов дополнительного финансирования (или величины средств, требующих размещения) при выполнении запланированного изменения объемов деятельности.

Просчитав все это, выясняют, сколько пассивов не хватает, чтобы покрыть необходимые активы. Это и будет потребность в дополнительном внешнем финансировании. Рассчитать эту сумму можно также по формуле

$$EFN = (A/S) \cdot DS - (L/S) \cdot DS - (PM) \cdot (PS) \cdot (1 - d),$$

- $A/S$  — изменяемые активы отчетного баланса, выраженные в процентах от продаж;
- $DS$  — темп роста выручки или изменение объемов продаж;
- $L/S$  — изменяемые пассивы отчетного баланса, выраженные в процентах от продаж;
- $PM$  — рентабельность реализации фактическая (чистая прибыль фактическая / выручка фактическая);
- $PS$  — планируемый объем реализации или прогнозная выручка;
- $d$  — доля выплаченных дивидендов (дивиденды фактические / чистая прибыль фактическая).

## **18. Основные методы и типы моделей, используемые в финансовом прогнозировании.**

*Бухгалтерский баланс* отражает финансовое положение за определенный промежуток времени и характеризует уровень риска в бизнесе.

*Отчет о прибылях и убытках* отражает механизм формирования и использования финансовых результатов в течение определенного промежутка времени, характеризует отдачу от инвестиций - прирост капитала.

*Отчет о движении капитала* отражает движение в части собственного капитала в течение определенного промежутка времени, а также информацию о величине чистых активов фирмы.

*Отчет о движении денежных средств* отражает информацию о притоках и оттоках наличных денег, которой нет в балансе и отчете о

финансовых результатах, характеризует доступность денежных средств.

*Приложение к бухгалтерскому балансу* отражает дополнительную информацию о финансовом положении фирмы, которой нет в форме № 1.

*Аудиторское заключение* подтверждает достоверность бухгалтерской отчетности фирмы, если она в соответствии с законодательством подлежит обязательному аудиту.

*Пояснительная записка* содержит существенную информацию о фирме, ее финансовом положении, сопоставимости данных за отчетный период и предшествующий ему год и т.д.

Основные задачи оценки и прогнозирования финансового состояния:

- идентификация и количественная характеристика финансового состояния;
- выявление изменений в финансовом состоянии в пространственно-временном разрезе;
- выявление основных факторов, вызвавших изменения в финансовом состоянии;
- прогноз основных тенденций в финансовом состоянии.

Финансовый анализ в ретроспективе и перспективе проводится с помощью различного типа моделей, позволяющих структурировать и идентифицировать взаимосвязи между основными показателями. Можно выделить три основных типа моделей: дескриптивные, предикативные и нормативные.

**Дескриптивные модели.** Эти модели, известные также как модели описательного характера, являются основными для оценки финансового состояния предприятия. К ним относятся:

- построение системы отчетных балансов,
- представление финансовой отчетности в различных аналитических разрезах,
- вертикальный и горизонтальный анализ отчетности, система аналитических коэффициентов, аналитические записки к отчетности.

Все эти модели основаны на использовании информации бухгалтерской отчетности.

В основе *вертикального* анализа лежит иное представление бухгалтерской отчетности — в виде относительных величин, характеризующих структуру обобщающих итоговых показателей. Обязательным элементом анализа служат динамические ряды этих величин, что позволяет отслеживать и прогнозировать структурные сдвиги в составе хозяйственных средств и источников их покрытия.

*Горизонтальный* анализ позволяет выявить тенденции изменения отдельных статей или их групп, входящих в состав бухгалтерской отчетности. В основе этого анализа лежит исчисление базисных темпов роста балансовых статей или статей отчета о прибылях и убытках.

**Предикативные модели.** Эти модели предсказательного, прогностического характера используются для прогнозирования доходов предприятия и его будущего финансового состояния. Наиболее распространенными из них являются расчет точки критического объема продаж, построение прогностических финансовых отчетов, модели динамического анализа (жестко детерминированные факторные модели и регрессионные модели), модели ситуационного анализа.

**Нормативные модели.** Модели этого типа позволяют сравнить фактические результаты деятельности предприятий с ожидаемыми, рассчитанными по бюджету. Эти модели используются в основном во внутреннем финансовом анализе, а также в управленческом учете, в частности в управлении затратами. Их сущность сводится к установлению нормативов по каждой статье расходов по технологическим процессам, видам изделий, центрам ответственности и т.п. и к анализу отклонений фактических данных от этих нормативов. Анализ в значительной степени базируется на применении системы жестко детерминированных факторных моделей.

## **19. Прогнозирование на основе метода пропорциональной зависимости показателей от объема реализации.**

Эти достаточно очевидные заключения в отношении хозяйствующих субъектов послужили основой для разработки и широкого использования метода прогнозирования, известного как метод пропорциональных зависимостей показателей.

Основу этого метода составляет тезис о том, что можно идентифицировать (определить) некий показатель, являющийся наиболее важным с точки зрения характеристики деятельности компании. Этот показатель, благодаря такому свойству, мог бы быть использован как базовый для определения прогнозных значений других показателей в том смысле, что они «привязываются» к базовому показателю при помощи простейших пропорциональных зависимостей.

В качестве базового показателя чаще всего используется либо выручка от реализации, либо себестоимость реализованной (произведенной) продукции. Обоснованность этого выбора достаточно легко объясняется логически и, кроме того, находит подтверждение при изучении динамики и взаимосвязей других показателей, описывающих отдельные стороны деятельности компании.

Последовательность процедур данного метода такова:

1. Идентифицируют базовый показатель  $V$  (например, выручка от реализации).
2. Определяют производные показатели, прогнозирование которых представляет интерес для менеджера (к ним относят, в частности, показатели бухгалтерской отчетности в той или иной номенклатуре статей, поскольку именно отчетность представляет собой формализованную модель, дающую достаточно объективное представление об экономическом потенциале компании). Как правило, необходимость и целесообразность выделения того или иного производного показателя определяется его значимостью в отчетности.

3. Для каждого производного показателя Р устанавливают вид его зависимости от базового показателя:  $P = f(B)$ .

Чаще всего зависимость можно установить одним из двух способов:

а) значение Р устанавливают в процентах к В (например, на основе экспертных оценок);

б) путем изучения динамики данных выявляют простейшую регрессионную зависимость (линейную) Р от В.

Выявление зависимостей в отдельных случаях достаточно несложная процедура; например, изменение дебиторской и кредиторской задолженности чаще всего происходит спонтанно, т.е. с тем же темпом, что и изменение объема реализации.

Для других показателей, например отдельных статей производственных затрат, выявление зависимостей - весьма трудоемкая процедура. Отметим, что в состав производных показателей, значения которых необходимо спрогнозировать, могут входить и такие, которые не обязательно связаны формализованными зависимостями с базовым показателем, а определяются некоторыми другими условиями. Например, проценты за пользование банковскими ссудами зависят от объема реализации лишь в той степени, в какой эти ссуды связаны с текущей деятельностью. Если банковский кредит получен ранее в связи с капитальным строительством, и проценты по нему определены договором, соответствующая статья (или часть статьи) определяется без применения какого-либо формализованного подхода.

4. При разработке прогнозной отчетности прежде всего составляют прогнозный вариант отчета о прибылях и убытках, поскольку в этом случае рассчитывают прибыль, являющуюся одним из исходных показателей для разрабатываемого баланса.

5. При прогнозировании баланса сначала рассчитывают ожидаемые значения его активных статей. Что касается пассивных статей, то работа с ними завершается при помощи метода балансовой увязки показателей; чаще всего выявляется потребность во внешних источниках финансирования.

6. Собственно прогнозирование осуществляется в ходе имитационного моделирования, когда при расчетах варьируют темпами изменения базового показателя и независимых факторов, а его результатом является построение нескольких вариантов прогнозной отчетности. Выбор наилучшего из них и использование в дальнейшем в качестве ориентира делается уже при помощи неформализованных критериев.

Описанный метод основан на предположениях, что:

а) значения большей части статей баланса и отчета о прибылях и убытках изменяются прямо пропорционально объему реализации;

б) сложившиеся в компании уровни пропорционально меняющихся балансовых статей и соотношения между ними оптимальны (имеется, например, в виду, что уровень производственных запасов на момент анализа и прогнозирования оптимален).

Формализованные модели финансового планирования подвергаются критике по двум основным моментам:

а) в ходе моделирования могут быть разработаны несколько вариантов планов, причем по формализованным критериям невозможно определить, какой из них лучше;

б) любая финансовая модель лишь упрощенно выражает взаимосвязи между экономическими показателями.

На самом деле оба тезиса вряд ли имеют негативный оттенок; они лишь указывают на то, что жестко predeterminedных и однозначных решений в плановой работе не может быть в принципе.

## **20.Регрессионные методы прогнозирования.**

Существует прогнозируемая переменная  $Y$  (зависимая переменная) и отобранный заранее комплект переменных, от которых она зависит -  $X_1, X_2, \dots, X_N$  (независимые переменные). Природа независимых переменных может быть различной. Например, если предположить, что  $Y$  - уровень спроса на некоторый продукт в следующем месяце, то независимыми переменными могут быть уровень спроса на этот же продукт в прошлый и позапрошлый

месяцы, затраты на рекламу, уровень платежеспособности населения, экономическая обстановка, деятельность конкурентов и многое другое. Главное - уметь формализовать все внешние факторы, от которых может зависеть уровень спроса в числовую форму.

Модель множественной регрессии в общем случае описывается выражением

$$Y = \mathcal{F}(X_1, X_2, \dots, X_N) + \varepsilon$$

В более простом варианте линейной регрессионной модели зависимость зависимой переменной от независимых имеет

вид: 
$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_N X_N + \varepsilon$$

Здесь  $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_N$  - подбираемые коэффициенты регрессии,

$\varepsilon$  - компонента ошибки. Предполагается, что все ошибки независимы и нормально распределены.

Для построения регрессионных моделей необходимо иметь базу данных наблюдений примерно такого вида:

переменные						
независимые				зави симая		
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>X</i>	...	<i>N</i>	<i>X</i>	<i>Y</i>
<i>_11</i>	<i>_12</i>	<i>x</i>	...	<i>_1N</i>	<i>x</i>	<i>Y_1</i>
<i>_21</i>	<i>_22</i>	<i>x</i>	...	<i>_2N</i>	<i>x</i>	<i>Y_2</i>

..	..	...	...	..	...
	_M1	_M2	...	_MN	Y_m

С помощью таблицы значений прошлых наблюдений можно подобрать (например, методом наименьших квадратов) коэффициенты регрессии, настроив тем самым модель.

При работе с регрессией надо соблюдать определенную осторожность и обязательно проверить на адекватность найденные модели. Существуют разные способы такой проверки. Обязательным является статистический анализ остатков, тест Дарбина-Уотсона. Полезно, как и в случае с нейронными сетями, иметь независимый набор примеров, на которых можно проверить качество работы модели.

## **21. Прогнозная финансовая документация.**

Модель финансового планирования с помощью составления прогнозных финансовых документов применяется при долгосрочном финансовом планировании. Целью такого планирования является составление прогноза баланса и отчета о прибылях и убытках, на основе которых организация разрабатывает оперативные бюджеты. Качество финансового планирования определяется уровнем бухгалтерского учета и финансового контроля. Финансовые отчеты организации должны включать такие ключевые позиции, как прибыльность, рыночная позиция, производительность, использование активов и инновации.

Для составления прогнозных финансовых документов применяются следующие методы:

- прогноз продаж;
- определение потребности во внешнем финансировании;
- регрессионный анализ;
- расчет процента от продаж;

- анализ безубыточности.

Методы прогноза продаж и анализа безубыточности детально расписаны при рассмотрении модели финансового планирования «Разработка финансового раздела бизнес-плана»

Метод определения потребности во внешнем финансировании применяется для расчета величины внешнего финансирования в случаях, когда величина собственного капитала предприятия оказывается недостаточной для увеличения объема производства (объема продаж). Другими словами, требуемый рост чистых активов предприятия не обеспечивается за счет внутренних источников.

Величину необходимого внешнего финансирования можно определить по формуле

$$\begin{array}{rcl}
 \text{Требуемая величина} & & \text{Требуемый рост чи-} & & \text{Величина} \\
 \text{внешнего финанси-} & = & \text{стых активов} & - & \text{внутреннего финан-} \\
 \text{рования} & & & & \text{сирования.} \\
 \\ 
 \text{Требуемый рост} & = & \text{Плановый рост} & - & \text{Плановый рост} \\
 \text{чистых активов} & & \text{общих активов} & & \text{текущих пассивов.} \\
 \\ 
 \text{Величина} & = & \text{Чистая прибыль} & - & \text{Дивиденды.} \\
 \text{внутреннего} & & & & \\
 \text{финансирования} & & & & 
 \end{array}$$

Метод регрессионного анализа. Если для определения потребности в капитале необходим анализ зависимости одной определенной величины от другой или нескольких других величин, то применяется регрессионный анализ. Последний связывает продажи с потребностью в капитале и позволяет исследовать эту взаимосвязь в диалектике. Метод дает более точные и конкретные прогнозы, чем предыдущий метод. Регрессионный анализ рассматривает потребности в финансировании как функции от объема продаж. В системе координат наносятся точки, обозначающие соотношение между объемом продаж и потребностью в капитале в каждом из предыдущих годов хозяйствования предприятия.

Точки объединяются в одну линию - прямую (линейная регрессия) или кривую (нелинейная регрессия). Полученный график определяет тенденцию

соотношения между продажами и необходимыми объемами финансирования в будущем периоде.

При выборе того или иного прогноза продаж можно определить соответствующие ему потребности в капитале. Линейная регрессия строится проще, однако дает менее достоверные результаты.

Метод процента от продаж. Суть метода заключается в том, что каждый из элементов прогнозных документов рассчитывается как процентное отношение от установленной величины продаж.

Этот метод позволяет определить каждую статью планового баланса и отчета о прибылях и убытках исходя из запланированной величины продаж. С помощью данного метода можно установить конкретное содержание прогнозных документов.

В основе определения процентного отношения лежат процентные соотношения, характерные для текущей деятельности предприятия или рассчитанные на основе ретроспективного анализа как средняя величина за последние несколько лет; ожидаемые изменения процентных соотношений, особенно в тех случаях, когда сложившиеся процентные соотношения не удовлетворяют руководство. Предприятия, и оно хотело бы изменить их для улучшения финансовых показателей.

#### **Вопросы по теме 8:**

1. Оценка актива должника и определение размера его долга.
2. Особенности отечественной практики банкротства.
3. Финансовое планирование и прогнозирование.
4. Понятие и содержание финансового планирования.
5. Роль финансовых планов и прогнозов в стратегическом и оперативном управлении корпорацией.
6. Виды и формы финансового планирования.

7. Информация, используемая в процессе финансового планирования.
8. Роль финансовой отчетности в принятии финансовых решений.
9. Интерпретация финансовой информации.
10. Анализ финансового состояния российских корпораций.
11. Методы, используемые в финансовом планировании.
12. Принципы бюджетирования.
13. Бюджет доходов и расходов.
14. Цикл движения потоков денежных средств и его определение.
15. Бюджет движения денежных средств.
16. Финансовое прогнозирование
17. Прогнозирование дополнительных финансовых потребностей
18. Основные методы и типы моделей, используемые в финансовом прогнозировании.
19. Прогнозирование на основе метода пропорциональной зависимости показателей от объема реализации.
20. Регрессионные методы прогнозирования.
21. Прогнозная финансовая документация.

**Тест по теме 8:**

1. Финансовое планирование включает такие этапы:
  1. Все ответы правильные.
  2. Определение потребности в капитальных инвестициях.
  3. Анализ финансовой ситуации.

4. Составление текущих финансовых планов.

2. Финансовое состояние предприятия зависит от...

1. Финансовой политики предприятия;

2. Реализации продукции;

3. Результатов производственной, коммерческой и финансово-хозяйственной деятельности предприятия;

4. Эффективности использования финансовых ресурсов.

## Список сокращений

**ФП**- финансовая политика.

**APV**- приведенная стоимость проекта

**SAPM**- метод оценки капитальных активов

**СС**- себестоимость

**ССМ**- кумулятивный метод оценки премии за риск

**СК**- средняя сумма собственного капитала

**IRR**- внутренняя норма доходности инвестиций

**MIRR**- модифицированная внутренняя норма доходности

**NPV**- чистая текущая стоимость доходов

**PI**- коэффициент рентабельности

**PP**- срок окупаемости

**WACC**- средневзвешенная стоимость

**ДП**- денежный поток

**З**- инвестиционные затраты

**К**- результат от вложений

**ФР**- финансовый рычаг

**Э**- эффективность инвестиций

**ЭФР**- эффект финансового рычага

## Глоссарий

1) **Американская, или аутсайдерская, модель** — это модель управления акционерными обществами, основанная на высоком уровне использования внешних по отношению к акционерному обществу, или рыночных, механизмов корпоративного контроля, или контроля над менеджментом акционерного общества.

2) **Германская, или инсайдерская модель** — это модель управления акционерными обществами, основанная преимущественно на использовании внутренних методов корпоративного контроля, или методов самоконтроля.

3) **Денежный рынок** — система экономических отношений по поводу предоставления денежных средств на срок до одного года. Система экономических отношений по поводу предоставления денежных средств на срок, превышающий один год получила название рынок капитала.

4) **Дивидендная политика** — политика акционерного общества в области распределения прибыли компании, то есть распределения дивидендов между держателями акций.

5) **Дивиденды** — денежный доход акционеров, получаемый в соответствии с долей его вклада в общую сумму собственного капитала организации.

6) **Документирование.** Финансовое планирование обеспечивает документированное представление процесса финансово-хозяйственной деятельности организации.

7) **Залог-** способ обеспечения исполнения обязательств, при котором кредитору передаётся какая-либо имущественная ценность.

8) **Инвестирование-** это вложение средств (денежных, трудовых) в настоящий момент в расчете получения отдачи в будущем.

9) **Инвестированные решения** — это решения по вложению денежных средств в соответствующие активы (капитальные, нематериальные и финансовые) с целью получения дохода от них в будущем.

**10) Источник средств** - это условное название какой-либо статьи в пассивной стороне бухгалтерского баланса, трактуемой как совокупность капитала собственников и обязательств, т. е. задолженности, предприятия перед третьими лицами.

**11) Контроль.** Финансовое планирование позволяет наладить эффективную систему контроля за производственно-хозяйственной деятельностью, анализ работы всех подразделений организации.

**12) Координация и интеграция.** При финансовом планировании следует учитывать интеграцию различных сфер деятельности организации.

**13) Корпоративное управление** — система взаимодействия между акционерами и руководством компании, включая её совет директоров, а также с другими заинтересованными лицами, с помощью которой реализуются права акционеров<sup>[1]</sup>; комплекс механизмов, позволяющих акционерам (инвесторам) контролировать деятельность руководителей компании и разрешать возникающие проблемы с прочими группами влияния.

**14) Корпоративные финансы** - это подобласть финансов, которая фокусируется, прежде всего, на двух основных вопросах, связанных в этой глобальной теме оценки активов.

**15) Корпорация** - это соответствующим образом юридически оформленная и зарегистрированная экономическая единица, чьи активы отделены от личной собственности владельцев и менеджеров.

**16) Кредит** — общественные отношения, возникающие между субъектами экономических отношений по поводу движения стоимости.

**17) Лизинг**— вид финансовых услуг, форма кредитования при приобретении основных фондов предприятиями или очень дорогих товаров физическими лицами.

**18) Оптимизация.** В соответствии с данным принципом финансовое планирование должно обеспечить выбор допустимых и наилучших с точки зрения ограничений альтернатив использования финансовых ресурсов.

19) **Прогнозирование** состояния как внешней, так и внутренней, экономической, финансовой среды организации осуществляется путем систематического анализа основных факторов. Качество прогноза определяет и качество финансового плана.

20) **Реструктуризация компании** - это изменение структуры компании (иными словами порядка, расположения ее элементов), а также элементов, формирующих ее бизнес, под влиянием факторов либо внешней, либо внутренней среды.

21) **Рынок капитала** – это часть финансового **рынка**, где формируется спрос и предложение на среднесрочный и долгосрочный заимобразный капитал.

22) **Тендерный выкуп акций** – предложение фирмы выкупить некоторые из ее собственных акций.

23) **Упорядочение**. С помощью финансового планирования создается единый порядок действий всех работников организации.

24) **Финансирование** - выделение денежных средств, финансовых ресурсов на что-либо.

25) **Финансирование** - Снабжение денежными средствами, финансовыми ресурсами.

26) **Финансовая санация** представляет собой систему мероприятий, направленных на восстановление платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия, находящегося в состоянии финансового кризиса, с целью предотвращения его ликвидации.

27) **Финансовое планирование** — это планирование всех доходов и направлений расходования денежных средств для обеспечения развития организации.

28) **Финансовое прогнозирование** - оценка возможных финансовых последствий принимаемых решений и внешних факторов, влияющих на результаты деятельности компании.

### **Основная литература:**

1. Финансовый менеджмент: Учебное пособие / Д.В. Лысенко. - М.: ИНФРА-М, 2012. <http://znanium.com/bookread.php?book=251922>
2. Финансовый менеджмент: Учебное пособие / М.В. Кудина. - 2-е изд. - М.: ИД ФОРУМ: НИЦ Инфра-М, 2012. <http://znanium.com/bookread.php?book=341307>

### **Дополнительная литература:**

1. Корпоративные финансовые решения. Эмпирич. анализ рос. компаний (корпор. фин....): Моногр. / И.В. Ивашковская и др.; Под науч. ред. И.В. Ивашковской - М.: НИЦ Инфра-М, 2011. <http://znanium.com/bookread.php?book=262451>
2. Международные стандарты учета и финансовой отчетности: Учебник / В.Ф. Палий. - 6-е изд., испр. и доп. - М.: НИЦ Инфра-М, 2013. <http://znanium.com/bookread.php?book=372372>
3. Управление финансами. Финансы предприятий: Учебник / А.А. Володин, Н.Ф. Самсонов и др.; Под ред. А.А. Володина - 3-е изд. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2014. <http://znanium.com/bookread.php?book=405633>

### **Интернет-ресурсы:**

- "Emerald Management Extra 111" (EMX111) - база данных по экономическим наукам, включает 111 полнотекстовых журналов издательства Emerald по менеджменту и смежным дисциплинам. - [www.emeraldinsight.com/ft](http://www.emeraldinsight.com/ft)
- ProQuest: ABI /Inform Global - полнотекстовая база данных по бизнесу, менеджменту и экономике. - <http://proquest.umi.com/login>
- Журнал ?Популярные финансы? - <http://www.popfin.com>
- Журнал ?Финансовый директор? - <http://www.fd.ru>
- Журнал ?Финансовый контроль? - <http://www.fincontrol.ru>
- Журнал ?Финансовый менеджмент? - <http://www.finman.ru>
- Журнал ?Финансы, экономика, безопасность? - <http://www.feb.su>
- Министерство финансов РФ - <http://www.minfin.ru>
- Федеральная служба государственной статистики (РОССТАТ) - <http://gks.ru>

## Вопросы к экзамену.

1. Типы корпоративных структур.
2. Понятие внутренней (истинной, инвестиционной) стоимости ценной бумаги.
3. Базовая модель оценки финансовых активов (DCF- модель).
4. Оценка стоимости облигаций компании.
5. Оценка привилегированных акций.
6. Оценка обыкновенных акций компании.
7. Использование модели дисконтируемых дивидендов для выявления внутренней стоимости акций.
8. Дивидендная политика и возможность ее выбора.
9. Роль дивидендов в формировании стоимости активов компании.
10. Теории, представляющие политику выплаты дивидендов.
11. Факторы, определяющие дивидендную политику.
12. Стратегии дивидендной политики.
13. Выкуп акций. Выплата дивидендов акциями и дробление акций. Модель нулевого роста дивидендов.
14. Модель роста дивиденда постоянным темпом (модель Гордона).
15. Модель переменного роста дивиденда.
16. Понятие и содержание финансового планирования. Роль финансовых планов и прогнозов в стратегическом и оперативном управлении корпорацией.
17. Виды и формы финансового планирования.
18. Определение средневзвешенных затрат на капитал корпорации.
19. Составляющие капитала. Принципы и методы оценки затрат на заемный и собственный капитал корпорации.
20. Проблема определения затрат на гибридные инструменты.
21. Влияние лизинговых операций на процедуру вычисления средневзвешенных затрат на капитал.
22. Понятие предельных затрат на капитал. Амортизационный фонд и затраты на капитал.

23. Способы снижения затрат на капитал.
24. Структура капитала и финансовая структура.
25. Значение структуры капитала в финансовом управлении.
26. Факторы, определяющие выбор структуры капитала.
27. Концепция финансового рычага. Влияние финансового рычага на прибыльность акций.
28. Роль собственного капитала в структуре капитала корпорации.
29. Источники акционерного капитала корпорации.
30. Цели инкорпорирования. Трансакционные издержки первоначального размещения акций.
31. Проблема размывания акционерного капитала. Трансакционные издержки дополнительных выпусков.
32. Методы размещения дополнительных выпусков акций.
33. Преимущества и недостатки финансирования на основе выпуска обыкновенных акций.
34. Планы владения акциями для работников компании как средство привлечения капитала и мотивации персонала компании.
35. Формы заемного капитала корпорации.