

*Министерство науки и высшего образования Российской Федерации  
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего  
образования  
«Северо-Осетинский государственный университет  
имени Коста Левановича Хетагурова»*

**РАБОЧАЯ ПРОГРАММА ДИСЦИПЛИНЫ  
«КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ»**

Направление 38.03.01 Экономика

Профиль «Мировая экономика»

Квалификация (степень) выпускника – бакалавр

Владикавказ – 2020

Программа составлена в соответствии с Федеральным государственным образовательным стандартом по направлению 38.03.01 – Экономика, утвержденным приказом Министерства образования и науки Российской Федерации от 12.11.2015 г., N 1327, учебным планом подготовки бакалавра по направлению 38.03.01 – Экономика, утвержденным ученым советом ФГБОУ ВО «Северо-Осетинский государственный университет имени Коста Левановича Хетагурова» от 30.04.2020г., протокол № 11.

Составитель: к.э.н., доцент Цогоева М.И, ассистент Касаев А.Т.

Рабочая программа обсуждена на заседании кафедры международных экономических отношений (протокол 7 от «25» марта 2020 г.)

Одобрена советом факультета международных отношений (протокол № 8 от «27» марта 2020 г.)

## Оглавление

1.1 Структура, и общая трудоемкость дисциплины .....	4
1.2 Цели освоения дисциплины: .....	4
1.3 Место дисциплины в структуре ООП бакалавриата. ....	4
1.4. Требования к результатам освоения дисциплины .....	5
1.5. Содержание и учебно-методическая карта дисциплины .....	7
1.6. Образовательные технологии .....	11
1.7 Учебно-методическое обеспечение самостоятельной работы. ....	12
1.8 Материально-техническое оснащение дисциплины: .....	18
СОДЕРЖАНИЕ КУРСА .....	18
ТЕКУЩИЙ КОНТРОЛЬ ЗНАНИЙ СТУДЕНТОВ .....	148
ПРОМЕЖУТОЧНЫЙ И ИТОГОВЫЙ КОНТРОЛЬ ЗНАНИЙ. ....	153
4.1 Балльная структура оценки.....	153
4.2 Вопросы к экзамену по дисциплине «Корпоративные финансы» .....	153
4.3 Методические рекомендации по выполнению рубежных тестирований по дисциплине «Корпоративные финансы» .....	155
Образец билетов к экзамену по дисциплине «Корпоративные финансы» .....	156
ГЛОССАРИЙ.....	<b>Ошибка! Закладка не определена.</b>
СВЕДЕНИЯ О ПРЕПОДАВАТЕЛЕ (ППС).....	<b>Ошибка! Закладка не определена.</b>

### 1.1 Структура, и общая трудоемкость дисциплины

Общая трудоемкость дисциплины составляет 5 зачетные единицы (180 часов).

	Очная форма обучения
Курс	4
Семестр	7
Лекции	36
Практические (семинарские) занятия	18
Лабораторные занятия	-
Консультации	-
Итого аудиторных занятий	54
Самостоятельная работа	99
Курсовая работа	-
экзамен	27
Зачет	-
Общее количество часов	180

### 1.2 Цели освоения дисциплины:

Главной целью изучения дисциплины «Корпоративные финансы» является формирование у студентов теоретических и прикладных компетенций, позволяющих им составить объективное представление о совокупности денежных отношений и связей, возникающих на предприятиях различной организационно-правовой формы по поводу формирования и использования капитала, денежных фондов (доходов), движения денежных потоков.

Основными задачами изучения дисциплины «Корпоративные финансы» являются:

- ознакомление студентов с сущностью и теоретическими основами корпоративного финансового менеджмента;
- освоение студентами правильного применения методического инструментария управления корпоративными финансами;
- выработка навыков управления денежными потоками корпораций;
- обоснование необходимости и методики определения структуры капитала корпорации;
  - освоение студентами методологии оценки финансовых рисков и инструментов антикризисного управления корпорацией.

### 1.3 Место дисциплины в структуре ООП бакалавриата.

Дисциплина «Корпоративные финансы» является дисциплиной профессионального цикла базовой части учебного плана по направлению подготовки 38.03.01 – Экономика (квалификация (степень) «Бакалавр».

Б3. Б21.

Освоение дисциплины «Корпоративные финансы» предполагает наличие у студентов знаний и навыков по дисциплинам «Математический анализ» (ОПК-3; ПК-1), «Общая теория статистики» (ОК-7; ОПК-2; ПК-6, 7, 17, 31), «Микроэкономика» (ОК-3; ОПК-3; ПК-1, 4, 6, 12, 13), «Бухгалтерский учет и анализ» (ОПК-2, 3; ПК-1, 2, 3, 5, 7, 14, 15, 16, 18, 32), «Финансы» (ОК-3; ОПК-2; ПК-21, 22, 23).

Знания концептуальных основ по дисциплине «Корпоративные финансы» являются базовыми для изучения следующих дисциплин профессионального цикла:

«Комплексный анализ хозяйственной деятельности», «Аудит», «Финансы», «Бухгалтерский финансовый учет», «Международные стандарты финансовой отчетности» и др.

#### **1.4. Требования к результатам освоения дисциплины**

В результате освоения дисциплины «Корпоративные финансы» происходит формирование у обучающегося следующих общекультурных и профессиональных компетенций:

##### ***Общекультурными (ОК):***

- способностью использовать основы экономических знаний в различных сферах деятельности (ОК-3).

##### ***Общепрофессиональными компетенциями (ОПК):***

- необходимых для решения профессиональных задач (ОПК-2);
- способностью выбирать инструментальные средства для обработки экономических данных в соответствии с поставленной задачей, проанализировать результаты расчетов и обосновать полученные выводы(ОПК-3);

##### ***Профессиональными (ПК):***

- способностью собрать и проанализировать исходные данные, необходимых для расчета экономических и социально-экономических показателей, характеризующих деятельность хозяйствующих субъектов (ПК-1);
- способностью на основе типовых методик и действующей нормативно-правовой базы рассчитать экономические и социально-экономические показатели, характеризующие деятельность хозяйствующих субъектов (ПК-2)
- способностью выполнять необходимые для составления экономических разделов планов расчеты, обосновывать их и представлять результаты работ в соответствии с принятыми в организации стандартами (ПК-3);
- способностью анализировать и интерпретировать данные отечественной и зарубежной статистики о социально-экономических процессах и явлениях, выявлять тенденции изменения социально-экономических показателей (ПК-5);
- способностью критически оценить предлагаемые варианты управленческих решений и разработать и обосновать предложения по их совершенствованию с учетом критериев социально-экономической эффективности, рисков и возможных социально-экономических последствий (ПК-11).

В результате освоения дисциплины студент должен:

##### **Знать:**

- сущность и определения финансовой деятельности корпораций;
- критерии принятия финансовых решений;
- функции и механизм обращения финансов корпораций;
- систему обеспечения финансового менеджмента корпораций;
- системы и методы анализа, планирование и контроля в корпорации;
- принципы формирования активов и пассивов корпорации;
- формы осуществления инвестиций и финансовой деятельности корпорации;
- отличительные особенности финансовых инструментов корпораций;
- формы и виды страхования финансовых рисков;

##### **Уметь:**

- применять методы оценки стоимости корпорации учетом фактора времени, ликвидности и риска;
- разрабатывать финансовый план;
- применять систему раннего предупреждения кризисных ситуациях;
- осуществлять управление различными видами активов;
- применять финансовые механизмы в деятельности корпорации;
- разрабатывать политику привлечения заемного капитала;
- обосновывать размер дополнительной эмиссии ценных бумаг;
- организовывать внутренний аудит и осуществлять контроллинг;

**Владеть:**

- методиками финансирования,
- методиками прогнозирования финансовой деятельности,
- экспресс и фундаментальной диагностики риска,
- формирования собственного и заемного капитала,
- анализа финансовой отчетности,

## 1.5. Содержание и учебно-методическая карта дисциплины

Недели	Наименование тем (вопросов), изучаемых по данной дисциплине	Занятия		Самостоятельная работа студентов		Формы контроля	Количество баллов		Литература	Компетенции
		л	пр	Содержание	Часы		min	max		
1	Корпоративные финансы: предмет и содержание	2		Задачи финансового менеджера. Функции корпоративных финансов.	5				[1],[4],[7]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
2	Корпорация и финансовый рынок	2		Факторы, определяющие курсовую стоимость корпоративных ценных бумаг на финансовом рынке	5				[3],[4],[6]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
	Корпоративные финансы: предмет и содержание. Корпорация и финансовый рынок.		2			Устный опрос, беседа, Вопросы в рубежном тесте	0	5		ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
3	Корпоративная отчетность и финансовая информация	2		Экспресс-диагностика финансовой отчетности.	6				[2],[7],[8],[10]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
4	Корпоративное финансовое планирование содержание финансовой работы и контроля в корпорации	2		Практика финансового планирования в России и за рубежом Цель и задачи бюджетирования Классификация и содержание оперативных бюджетов	6				[1],[3],[11],[6]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
	Корпоративное финансовое планирование содержание финансовой работы и контроля в корпорации. Корпоративная отчетность и финансовая информация		2			Семинар в диалоговом режиме, Вопросы в рубежном тесте	0	5		ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
5	Основные модели классического финансового инвестирования	2		Теория портфеля и оценка доходности финансовых активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM)	6				[1],[3],[11],[6]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11

6	Основные модели классического финансового инвестирования	2		Теория ценообразования опционов Ф. Блека и М. Шоулза	5				[2],[3],[7],[10]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
	Основные модели классического финансового инвестирования		2			Устный опрос, тестирование, Презентации, эссе, Вопросы в рубежном тесте	0	5		ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
7	Оценка реальных инвестиций.	2		Анализ инвестиционных проектов в условиях инфляции и риска.	5				[2],[3],[7],[10]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
8	Формирование и использование капитала компании	2		Концепции управления структурой капитала. Средневзвешенная цена капитала WACC	6				[1],[4],[5],[10],[11]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
	Оценка реальных инвестиций. Формирование и использование капитала компании		2			Подготовка презентации, Вопросы в рубежном тесте	0	5		ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
9	Собственный капитал: порядок формирования, определение стоимости и управление	2		Оценка доходности и риска собственного акционерного капитала	6				[11],[3],[4],[1]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
	1-ое рубежное тестирование						0	30		
10	Заемный капитал: порядок формирования, определение стоимости и управление.	2		Эффект финансового рычага и инфляция	5				[2],[4],[8],[11]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
	Собственный капитал: порядок формирования, определение стоимости и управление. Заемный капитал: порядок формирования, определение стоимости и управление.		2			Устный опрос, беседа, Вопросы в рубежном тесте	0	4		ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11



11	Анализ и управление активами организации	2		Методика оценки активов на основе методологических разработок Сбербанка РФ	5				[7],[11],[4],[2]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
12	Управление запасами	2		Создание резервного запаса	6				[7],[11],[4],[2]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
	Анализ и управление активами организации. Управление запасами		2			Семинар в диалоговом режиме , Вопросы в рубежном тесте	0	4		ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
13	Управление дебиторской задолженностью.	2		Построение эффективных систем контроля за движением и своевременной инкассацией дебиторской задолженности	5				[1],[2],[4],[11],[6]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
14	Управление денежными потоками	2		Основные положения модели Баумоля. Основные положения модели Миллера-Орра	5				[1],[2],[4],[8],[6]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
	Управление дебиторской задолженностью.		2			Устный опрос, подготовка презентации, Вопросы в рубежном тесте	0	4		ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
15	Прогнозирование и планирование денежных потоков	2		Прогнозирование совокупного денежного оборота Разработка платежного календаря.	5				[1],[3],[4],[5],[11]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
16	Механизм образования затрат и ценовая политика	2		Управление затратами на основе системы «директ-костинг».	5				[1],[3],[4],[5],[11]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
	Управление денежными потоками. Прогнозирование и планирование денежных потоков		2			Устный опрос, беседа, Вопросы в рубежном тесте	0	4		ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
17	Механизм образования затрат и ценовая политика	2		Классификация и содержание оперативных бюджетов	5				[3],[4],[8],[10],[5]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11

18	Управление финансовыми рисками	2		Методы снижения степени риска	8				[3],[4],[8],[10],[5]	ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
	Механизм образования затрат и ценовая политика. Управление финансовыми рисками		2			Устный опрос, беседа, Вопросы в рубежном тесте	0	4		ОК: 3 ОПК: 2,3 ПК: 1-3,5,11
	2-ое рубежное тестирование						0	30		
	<b>ИТОГО</b>	<b>36</b>	<b>18</b>		<b>99</b>		<b>0</b>	<b>100</b>		

## 1.6. Образовательные технологии

Учебные занятия по дисциплине «Корпоративные финансы» проводятся в виде лекций, лекции-бесед, практических занятий, самостоятельной работа студентов.

Используются интерактивные методы обучения: творческие задания (подготовка презентаций Power Point) , диспуты, семинары в диалоговом режиме.

№/п.	Тема	Вид занятия	Количество часов	Активные формы	Интерактивные формы
1	Корпоративные финансы: предмет и содержание	Лекционное	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
2	Корпорация и финансовый рынок	Лекционное	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
3	Корпоративные финансы: предмет и содержание. Корпорация и финансовый рынок.	Практическое	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
4	Корпоративная отчетность и финансовая информация	Лекционное	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
5	Корпоративное финансовое планирование содержание финансовой работы и контроля в корпорации	Лекционное	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов, эссе	
6	Корпоративное финансовое планирование содержание финансовой работы и контроля в корпорации. Корпоративная отчетность и финансовая информация	Практическое	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
7	Основные модели классического финансового инвестирования	Лекционное	4	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
8	Основные модели классического финансового инвестирования	Практическое	2		Семинар в диалоговом режиме. Мультимедийные презентации
9	Оценка реальных инвестиций.	Лекционное	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
10	Формирование и использование капитала компании	Лекционное	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
11	Оценка реальных инвестиций. Формирование и использование капитала компании	Практическое	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
12	Собственный капитал: порядок формирования, определение стоимости и управление	Лекционное	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
13	Заемный капитал: порядок формирования, определение стоимости и управление.	Лекционное	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
14	Собственный капитал: порядок формирования, определение стоимости и управление.	Практическое	2		Диспут

	Заемный капитал: порядок формирования, определение стоимости и управление.				
15	Анализ и управление активами организации	Лекционное	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
16	Управление запасами	Лекционное	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
17	Анализ и управление активами организации. Управление запасами	Практическое	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	Диспут, Семинар в диалоговом режиме
18	Управление дебиторской задолженностью.	Лекционное	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
19	Управление денежными потоками	Лекционное	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
20	Управление дебиторской задолженностью.	Практическое	2		Мультимедийные презентации, диспут
21	Прогнозирование и планирование денежных потоков	Лекционное	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
22	Управление денежными потоками. Прогнозирование и планирование денежных потоков	Практическое	2		Диспут, Семинар в диалоговом режиме
23	Механизм образования затрат и ценовая политика	Лекционное	4	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
24	Управление финансовыми рисками	Лекционное	2	Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов	
25	Механизм образования затрат и ценовая политика. Управление финансовыми рисками	Практическое	2		Семинар в диалоговом режиме. Мультимедийные презентации

**1.7 Учебно-методическое обеспечение самостоятельной работы.** Оценочные средства для текущего контроля успеваемости, промежуточной аттестации по итогам освоения дисциплины.

### **Фонд оценочных средств**

#### **Вопросы к экзамену**

1. Предмет корпоративных финансов, цели и задачи управления корпоративными финансами.
2. Принципы организации корпоративных финансов
3. Базовые концепции финансового менеджмента.
4. Роль корпорации на финансовом рынке
5. Факторы, определяющие курсовую стоимость корпоративных ценных бумаг на финансовом рынке
6. Финансовый рынок как объект государственного регулирования
7. Разновидности и особенности финансовой информации.
8. Модели и стандарты раскрытия финансовой информации.
9. Экспресс-диагностика финансовой отчетности.
10. Понятие финансовой политики, стратегии и тактики.
11. Содержание и задачи финансового планирования
12. Принципы финансового планирования

13. Методы финансового планирования
14. Виды и содержание финансовых планов
15. Цель и задачи бюджетирования
16. Классификация и содержание оперативных бюджетов
17. Анализ дисконтированного денежного потока Д. Б. Уильямсома, М. Д. Гордона
18. Теория структуры капитала Ф. Модильяни и М. Миллера
19. Влияние политики выплаты дивидендов на курсы акций корпораций
20. Теория портфеля и оценка доходности финансовых активов (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*)
21. Теория ценообразования опционов Ф. Блека и М. Шоулза
22. Теория эффективного рынка (*Efficient Markets Hypothesis, EMH*)
23. Арбитражная модель требуемой доходности (*Arbitrage Pricing Theory, APT*)
24. Виды и типы финансовой политики корпорации и их характеристика.
25. Этапы формирования финансовой политики, их содержание.
26. Методы оценки инвестиционных проектов.
27. Анализ инвестиционных проектов в условиях инфляции и риска.
28. Понятие финансовых ресурсов и капитала.
29. Методы и критерии финансирования компании. Коэффициент самофинансирования
30. Концепции управления структурой капитала.
31. Средневзвешенная цена капитала WACC.
32. Понятие собственного капитала и виды.
33. Определение стоимости собственного капитала по видам
34. Оценка доходности и риска собственного акционерного капитала
35. Понятие и виды заемного капитала
36. Оценка стоимости привлечения заемного капитала
37. Эффект финансового рычага. Эффект финансового рычага и инфляция
38. Сущность и классификация активов организации
39. Управление активами. Коэффициенты ликвидности активов.
40. Модель Дюпона, экономический смысл и расчет, разновидности модели.
41. Модель Альтмана, экономический смысл и расчет, разновидность модели.
42. Методика оценки активов на основе методологических разработок Сбербанка РФ
43. Модель экономически обоснованного размера заказа (EOQ) или модель Уилсона
44. Управление запасами. Точка заказа (ТЗ) **RP** (Reorder Point). Создание резервного запаса
45. Управление дебиторской задолженностью. Определение, причины возникновения, классификация.
46. Анализ дебиторской задолженности организации в предшествующем периоде
47. Формирование принципов кредитной политики по отношению к покупателям продукции
48. Формирование системы кредитных условий при дебиторской задолженности
49. Формирование стандартов оценки покупателей и дифференциация условий предоставления кредита
50. Формирование процедуры инкассации дебиторской задолженности
51. Построение эффективных систем контроля за движением и своевременной инкассацией дебиторской задолженности
52. Понятие затрат, общие положения по управлению затратами, основные термины
53. Состав текущих затрат, сформированный в зависимости от производственно-хозяйственных целей организации
54. Управление затратами на основе системы «директ-костинг». Точка безубыточности. Операционный рычаг. Эффект совместного рычага
55. Управление ценами и политика ценообразования
56. Рыночные методы ценообразования
57. Затратные методы ценообразования
58. Договорно-контрактные (конкурентные) методы ценообразования
59. Параметрические методы ценообразования
60. Административные методы ценообразования
61. Экономическая сущность и классификация финансовых рисков
62. Управление финансовыми рисками
63. Методы снижения степени риска
64. Экономическая природа денежных потоков
65. Методы измерения денежных потоков
66. Анализ денежных потоков

67. Основные положения модели Баумоля.
68. Основные положения модели Миллера-Орра.
69. Прогнозирование совокупного денежного оборота
70. Балансировка и синхронизация денежных потоков
71. Разработка плана поступлений и расходования денежных средств.
72. Разработка платежного баланса и платежного календаря

### **Примерная тематика эссе**

1. Отечественные модели количественной оценки риска банкротства компании.
2. Информационная база проведения диагностики банкротства компании.
3. Формы слияний и поглощений компаний.
4. Зарубежные модели количественной оценки риска банкротства компании.
5. Процедура банкротства компаний.
6. Антикризисные мероприятия корпораций.
7. Правовые основы регулирования банкротства.
8. Теории и модели структуры капитала.
9. Стоимость и цена капитала корпорации.
10. Стоимость привлечения капитала и средневзвешенная стоимость капитала.
11. Сравнительная оценка заемных источников финансирования.
12. Принятие инвестиционного решения на основе совокупности инвестиционных критериев.
13. Управление инвестиционными проектами в условиях риска.
14. Российские особенности оценки инвестиционных проектов.
15. Инвестиционные критерии оценки проекта.
16. Альтернативные методы оптимизации остатка денежных активов моделям Баумоля и Миллера-Орра.
17. Краткосрочные кредиты и кредиторская задолженность как альтернативные варианты финансирования оборотных операционных активов.
18. Интеллектуальный капитал организации и его отражение в финансовой отчетности.
19. Источники финансового обеспечения предпринимательской деятельности в непубличной российской компании в условиях финансового кризиса.
20. Использование решений по выплате дивидендов в организации для сигнализации финансовым рынкам.
21. Утверждение: «Дивиденды не лгут» в Вашей интерпретации.
22. Источники финансового обеспечения предпринимательской деятельности в публичной российской компании в условиях финансового кризиса.
23. Возможности менеджера для увеличения совокупных доходов акционеров за счет держателей облигаций компании.
24. Использование организацией решений по структуре капитала для сигнализации финансовым рынкам.

### **Методические указания по самостоятельной работе**

Самостоятельная работа студентов в ходе семестра является важной составной частью учебного процесса и необходима для закрепления и углубления знаний, полученных в период сессии на лекциях, практических и интерактивных занятиях, а также для индивидуального изучения дисциплины в соответствии с программой и

рекомендованной литературой. Самостоятельная работа выполняется в виде подготовки домашнего задания или сообщения по отдельным вопросам, реферативного обзора.

Контроль качества самостоятельной работы может осуществляться с помощью устного опроса на лекциях или практических занятиях, проверки реферативных обзоров.

Устные формы контроля помогут оценить владение студентами жанрами научной речи (дискуссия, диспут, сообщение, доклад и др.), в которых раскрывается умение студентов передать нужную информацию, грамотно использовать языковые средства, а также ораторские приемы для контакта с аудиторией. Письменные работы помогут преподавателю оценить владение источниками, научным стилем изложения, для которого характерны: логичность, точность терминологии, обобщенность и отвлеченность, насыщенность фактической информацией.

### Эссе

Слово «эссе» в переводе с французского языка (essai) означает «опыт, очерк, попытка». Это форма представления письменного материала, отличающаяся сочетанием глубины и актуальности рассматриваемой проблемы с простым, искренним, подчеркнуто индивидуальным стилем изложения. Создателем этого литературного жанра считается французский философ-гуманист Мишель Эйкли де Монтень, назвавший свое основное философское произведение «Опыты». (Сочинение направлено против догматизма в мышлении и проникнуто духом гуманизма и вольнодумства).

Целесообразность использования этой формы самостоятельной работы в процессе обучения подтверждается, прежде всего, тем, что она позволяет формировать и развивать у студентов навык выработки суждения, наличие которого является одним из основных критериев оценки качества специалиста.

Использование формы эссе дает возможность преподавателям выявлять способность и умение студентов излагать изученный материал своими словами, оценивать уровень понимания и усвоения ими полученной информации. Студенты получают возможность (особенно на младших курсах, когда у них еще недостаточно развит навык системного изложения материала) высказать свое мнение о предмете в доступном для них стиле.

При написании эссе студенты должны учитывать следующие методические требования:

- в этой форме самостоятельной работы студенту следует высказываться свободно и открыто, не оглядываясь на авторитеты, устоявшиеся мнения, критично оценивать рассматриваемый материал, указывать на нечетко или непонятно

сформулированные позиции, противоречия, замеченные при ознакомлении с тем или иным источником информации. При этом критика должна быть аргументированной и конструктивной;

- в этой форме самостоятельной работы вполне допускается заблуждение, высказывание ошибочной и, даже, заведомо неверной (с общепринятых позиций) точки зрения (как известно, это является одним из условий появления новых и оригинальных идей);
- студенту необходимо высказать именно собственную точку зрения, свое согласие или несогласие с имеющимися позициями и высказываниями по данному вопросу. Эссе не должно быть простым изложением полученных сведений;
- написание эссе должно быть основано на предварительном ознакомлении не менее чем с тремя различными произведениями (с указанием их авторов и названий);
- в эссе должны иметь место сопоставление и оценка различных точек зрения по рассматриваемому вопросу (с обязательной ссылкой на названия публикаций и их авторов);
- в эссе должно быть сведено до минимума или исключено дословное переписывание литературных источников, материал должен быть изложен своими словами;
- объем эссе, в зависимости от темы, может колебаться от 3-5 страниц (полуторный межстрочный интервал, шрифт Times New Roman, размер - 14).

Выполнение работы требует от студента:

- наличия теоретических знаний в области финансов организаций, теоретических основ финансового менеджмента, бухгалтерского учета, налогов и налогообложения;
- умения подбирать, систематизировать и компилировать материал;
- определения собственной позиции студента по заявленной проблеме;
- владения применяемыми в сфере профессиональной деятельности компьютерными средствами и программами.

Работа может носить чисто теоретический характер, и, таким образом, отражать профессионально-образовательный опыт студента, а также может быть выполнена на примере конкретной организации, т.е. содержать практико-ориентированный материал, учитывающий практические знания и навыки студента, полученные в процессе его профессиональной деятельности.



Предложенная тематика исключает возможность написания работы при использовании только одного (двух) литературных источников. Более того, каждая из предложенных тем не может быть раскрыта путем простого компилирования подобранных материалов, поскольку предполагает определение собственной позиции автора по заявленной проблеме и отражает его индивидуальный подход к ее решению.

Стиль изложения материала может отклоняться от научного. Структурно работа должна состоять из основной части и выводов. Объем работы должен составлять не более 4 страниц машинописного текста.

## **.Средства обучения**

### **а) основная литература:**

1. Корпоративные финансы: Учебное пособие. // Бочаров В.В СПб.; ПИТЕР, 2010. — 272 с. [<http://elibrary.ru/item.asp?id=21551425>]
2. Корпоративные финансы: Учебник для вузов (ГРИФ). Стандарт третьего поколения // М.В. Романовский. — СПб.: Питер, 2011. — 592 с.
3. Тютюкина Е.Б. Финансы организаций (предприятий): учебник. — М.: «Дашков и К», 2012. - 544с. [<http://elibrary.ru/item.asp?id=20244893>]
4. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. — М.: Олимп-Бизнес, 2010. — 977с. [<http://elibrary.ru/item.asp?id=19975304>]

### **б) дополнительная литература**

5. Финансы фирмы: Учебник (ГРИФ) // А.М. Ковалева, М.Г. Лапуста, Л.Г. Скамай; Государственный университет управления. — 4-е изд., испр. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2011. — 522 с.
6. Корпоративные финансы: Учебное пособие. // И.В. Никитушкина, С.Г. Макарова С.Г., Студников С.С. — М.: ЭКСМО, 2009. — 576 с.
7. Финансовый менеджмент: учебник/Под ред. Е.И. Шохина. — 2-е изд., стер. М.: КНОРУС, 2010. [<http://elibrary.ru/item.asp?id=19897711>]
8. Финансы организаций (предприятий): Учебник (ГРИФ) // М.Г. Лапуста, Т.Ю. Мазурина, Л.Г. Скамай. — издание испр. — М.: ИНФРА-М, 2011. — 575 с.
9. Финансы организаций (предприятий): Учеб. пособие (ГРИФ) // Л.М. Бурмистрова. — М.: ИНФРА-М, 2011. — 240 с.
10. Финансы фирмы: практикум: Учеб. пособие // Т.Ю. Мазурина, Л.Г. Скамай; Государственный университет управления. — М.: ИНФРА-М, 2009. — 185 с.:
11. Управление финансовой деятельностью предприятий (организаций): Учеб. пособие // В.И. Бережной, Е.В. Бережная, О.Б. Бигдай. — М.: ФиС: ИНФРА-М, 2011. — 336 с.

### **в) Интернет-ресурсы**

12. Электронный портал министерства финансов РФ - [www.minfin.ru](http://www.minfin.ru)
13. Журнал «Финансы». URL: <http://www.finance-journal.ru/index.php?part=finance>
14. Журнал «Финансы и кредит». URL: <http://www.fin-izdat.ru/journal/fc/>

### **1.8 Материально-техническое оснащение дисциплины:**

Компьютерный класс, доступ к сети Интернет (во время самостоятельной работы), оргтехника, электронная база данных библиотеки СОГУ, лекционные аудитории; кабинет, оснащенный проектором.

## **СОДЕРЖАНИЕ КУРСА**

Курс лекций по дисциплине «Корпоративные финансы» (конспект).

### **Тема 1: Корпоративные финансы: предмет и содержание**

1. Предмет корпоративных финансов.
2. Функции и задачи управления корпоративными финансами.
3. Принципы организации корпоративных финансов
4. Базовые концепции финансового менеджмента

#### **1. Предмет корпоративных финансов.**

**Предметом** дисциплины корпоративные финансы *является система денежных отношений*, возникающих в процессе хозяйственной деятельности и необходимых для формирования и использования капитала, доходов и денежных фондов .

**Финансы предприятий и корпораций** выражают систему денежных отношений, возникающих в процессе хозяйственной деятельности и необходимых для формирования и использования капитала, доходов и денежных фондов

В ходе управления финансами финансовый менеджер решает задачи по двум направлениям:

1. Поиск финансовых ресурсов и формирование структуры капитала;
2. Распределение ресурсов и доходов фирмы.

Выбор решений о формировании и расходовании средств предприятия обусловлен внутренними и внешними факторами.

**Финансовый менеджмент** включает в себя стратегию и тактику управления финансами. Финансовый менеджмент как система управления финансами состоит из 2-х подсистем:

- управляемая система;
- управляющая система.

В качестве объекта управления выступают финансовые потоки в процессе движения

финансовых ресурсов, кругооборота стоимости, обеспечивающие непрерывность хозяйственных процессов на предприятии.

В качестве субъекта управления в системе управления финансами выступают специальные функциональные подразделения и конкретные люди, осуществляющие процесс управления финансами - собственники и финансовая администрация предприятия.

Управленческие процедуры при осуществлении функций по управлению финансами:

- Бухгалтерская процедура играет роль измерительного инструмента и предоставляет информацию для управления финансами.
- Аналитическая процедура дает информация для принятия управленческого решения и для его обоснования.
- Решающая процедура-совокупность действий по выработке управленческого решения.
- Исполняющая процедура - совокупность действий по исполнению принятых решений.
- Контрольная процедура.

### **3 \_ Финансовый менеджмент реализует себя в присущих ему функциях:**

- Распределительная - обеспечивает формирование и эффективность структуры капитала предприятия;
- Организационная - обеспечивает организацию управления финансами;
- Планирование финансовое;
- Прогнозирование;
- Стимулирующая - обеспечивает необходимую мотивацию собственникам и всему коллективу к эффективному использованию ресурсов за счет материального поощрения;
- Контрольная функция.

*Задачи финансового менеджера:*

- Финансовое планирование;

- Управление финансовыми ресурсами;
- Управление структурой капитала;
- Инвестиционная деятельность;
- Контроль и анализ результатов.

Бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках - основные источники информации для финансового менеджера.

Для определения источников получения доходов деятельность предприятия подразделяется на следующие виды:

- Основная (операционная деятельность) - производство и реализация продукции;
- Финансовая - получение и предоставление кредитов, операции с цен. бум., операции с валютой, участие в деятельности других предприятий;
- Инвестиционная - долгосрочные финансовые и капитальные вложения.

В зависимости от этого могут быть рассчитаны следующие показатели доходов и прибыли:

- Выручка от реализации продукции;
- Чистая выручка от реализации за минусом НДС и акцизов;
- Прибыль от продаж;
- Прибыль от финансовой деятельности;
- Прибыль от финансово-хозяйственной деятельности;
- Сумма прибыли от основной и от финансовой деятельности;
- Прибыль (убыток) до уплаты налога - налогооблагаемая прибыль;
- Чистая прибыль (убыток) после уплаты налога;

- Нераспределенная прибыль - прибыль за вычетом налогов и отвлеченных средств (на уплату штрафных санкций, проценты за кредит, прибыль в резервные фонды).

Финансовая отчетность необходима финансовому менеджеру для того, чтобы:

- Оценить текущее финансовое положение предприятия;
- Оценить структуру капитала предприятия;
- Оценить стоимость капитала предприятия;
- Оценить потоки денежных средств предприятия;
- Оценить факторы риска финансовых вложений.

## **2. Принципы организации корпоративных финансов**

1. *Принцип саморегулирования хозяйственной деятельности* заключается в предоставлении предприятиям (корпорациям) полной самостоятельности в принятии и реализации решений по производственному и научно-техническому развитию исходя из имеющихся материальных, трудовых и финансовых ресурсов.

2. *Принцип самокупаемости и самофинансирования.* Принцип *самокупаемости* предполагает, что средства, вложенные в развитие корпорации, окупятся за счет чистой прибыли и амортизационных отчислений. Эти средства призваны обеспечивать минимум нормативной экономической эффективности принадлежащего предприятию (корпорации) собственного капитала.

Принцип *самофинансирования* предполагает не только рентабельную работу, но и формирование на коммерческой основе финансовых ресурсов, обеспечивающих не только простое, но и расширенное воспроизводство, а также доходов бюджетной системы.

3. *Разделение источников формирования оборотных средств на собственные и заемные* определяется особенностями технологии и организации производства в отдельных отраслях хозяйства.

4. *Образование финансовых резервов* необходимо для обеспечения устойчивой работы предприятий в условиях возможных колебаний рыночной конъюнктуры, возросшей материальной ответственности за невыполнение своих обязательств перед партнерами.

## **4.- Базовые концепции финансового менеджмента**

Финансовый менеджмент как система управления корпоративными финансами основывается на ряде базовых концепций:

1. Концепция денежного потока;
2. Временной ценности денег;
3. Компромисса между риском и доходностью;
4. Стоимости капитала;
5. Эффективности рынка;
6. Асимметричной информации;
7. Агентских отношений;
8. Альтернативных затрат;
9. Временной неограниченности.

*1) Концепция денежного потока устанавливает правила и закономерности, позволяющие:*

- Идентифицировать денежный поток, его продолжительность и вид, т.е. выявить его связь с основной, инвестиционной или финансовой деятельностью;
- Оценить факторы, определяющие величину денежного потока;
- Выбрать коэффициент дисконтирования, позволяющий сопоставить части потока в различных моментах времени;
- Оценить риск, связанный с финансированием денежного потока.

**2) Концепция временной ценности денег** основана на том, что ценность будущих поступлений не равна сегодняшним, хотя их номинальные величины могут совпадать.

Факторы, влияющие на изменение ценности денег во времени:

- Инфляция;
- Риск наступления неплатежей;
- Оборачиваемость.

Особенно актуально учитывать эту концепцию при выборе инвестиционных проектов.

*3) Концепция компромисса между риском и доходностью*

состоит в том, что в любом бизнесе присутствует риск неполучения планируемых доходов. Причем, выявлена закономерность: чем выше планируются доходы, тем выше

риск неполучения планируемого дохода. В практическом смысле это означает, что принимая решение о привлечении или размещении средств, финансовый менеджер сопоставляет риск и ожидаемую доходность и осуществляет на этой основе выбор варианта.

**4) Концепция стоимости капитала** состоит в том, что каждый источник финансирования имеет свою стоимость. Принимая решения по использованию тех или иных источников средств, финансовый менеджер должен учитывать их стоимость. Стоимость капитала характеризует минимальный уровень дохода, необходимого для покрытия затрат по поддержанию данного источника средств и позволяющего не оказаться в убытке. Поэтому количественная оценка стоимости капитала имеет важное значение при оценке инвестиционных проектов и выборе альтернативных вариантов финансирования деятельности компании.

**5) Концепция эффективности рынка** отражает зависимость рынка капитала от информации, которой располагает участник рынка. В условиях эффективного рынка любая новая информация по мере ее поступления немедленно отражается на ценах на акции и другие ценные бумаги. **Признаки:**

- Эта информация поступает на рынок случайным образом.
- Инвестор не имеет обоснованных аргументов ожидать большего, чем в среднем дохода на инвестированный капитал при заданной степени риска.
- Уровень дохода на инвестируемый капитал есть функция степени риска.
- В чистом виде эффективного реального рынка не бывает.

**6) Концепция асимметричной информации.** Смысл ее в том, что:

- отдельные категории лиц могут владеть информацией, недоступной другим участникам;
- каждый инвестор формирует собственное суждение по финансовым вопросам, и благодаря этому осуществляются операции купли-продажи финансовых активов.

**7) Концепция агентских отношений** заключается в том, что собственники крупного бизнеса передают управление менеджерам, которые выступают в роли их агентов. Так, менеджер не несет убытков - они характерны для собственников, поэтому менеджер может принять более рискованное решение, чем собственник бизнеса. Чтобы сгладить эти

противоречия, собственники вынуждены осуществлять агентские издержки.

**8) Концепция альтернативных затрат** заключается в том, что финансовый менеджер всегда принимает решение на основе выбора из нескольких альтернативных вариантов, и всегда сравниваются альтернативные затраты по этим вариантам. Альтернативные затраты являются условными и не выражаются в реальном расходовании средств.

**9) Концепция временной неограниченности** заключается в том, что коммерческие организации создаются собственниками в расчете на длительную перспективу. Эта концепция лежит в основе предсказуемости динамики цен на рынке ценных бумаг - это дает возможность получать компании ресурсы с рынка капитала.

## **Тема 2. Корпорация и финансовый рынок**

### **2.2. Роль корпорации на финансовом рынке**

### **2.3. Факторы, определяющие курсовую стоимость корпоративных ценных бумаг на финансовом рынке**

### **2.4. Финансовый рынок как объект государственного регулирования**

Переход России к регулируемым государством рыночным отношениям обусловил необходимость внедрения на отечественных предприятиях финансового менеджмента. На актуальность данной проблемы указывалось в постановлении Правительства РФ «О реформировании предприятий и иных коммерческих организаций» от 30.10.97 № 1373.

Финансовый менеджмент учитывает:

управление финансовыми ресурсами, активами и пассивами, а также денежными потоками корпораций;

финансовый анализ бухгалтерской отчетности;

финансовое планирование (прогнозирование) и контроль;

бюджетирование капитала, доходов и расходов;

дивидендную и инвестиционную политику;

управление финансовыми рисками.

В условиях нестабильной экономической среды, значительного рыночного риска, непредсказуемости налогового законодательства и высокой инфляции в России интересы собственников и менеджеров часто различаются в том, что касается формирования доходов (прибыли) акционерного общества, увеличения дивидендных выплат акционерам, контроля курсовой стоимости акций, финансовой и инвестиционной политики. Эти направления деятельности финансовых менеджеров в какой-то мере поддаются управлению и контролю с помощью универсальных методов, выработанных рыночной практикой.

Предметом изучения курса «Корпоративные финансы» является система денежных отношений, возникающих между хозяйствующими субъектами (корпорациями), другими участниками финансового рынка и государством в процессе осуществления текущей (операционной), инвестиционной и финансовой деятельности. Источником образования капитальных, оборотных и финансовых активов является собственный и заемный капитал



корпорации. Данные активы представляют собой объекты управления и контроля со стороны финансовой службы корпорации.

## 2.1. Роль корпорации на финансовом рынке

Основным преимуществом корпорации как формы организации бизнеса является простота передачи прав собственности и сравнительно быстрое получение дополнительных денежных ресурсов с помощью эмиссии новых пакетов акций. Оба эти преимущества реализуются на финансовом рынке, который играет важную роль в корпоративном финансировании индустриально развитых стран.

Корпоративные ценные бумаги обращаются на финансовом рынке. Он представляет собой совокупность рыночных институтов, направляющих поток денежных средств от владельцев (инвесторов) к пользователям (заемщикам) с помощью финансовых инструментов (ценных бумаг). Финансовый рынок многообразен, но предмет купли-продажи один — деньги, предоставляемые в различных формах.

Финансовый рынок включает три наиболее важных сегмента:

рынок находящихся в обращении наличных денег и выполняющих аналогичные функции краткосрочных платежных средств со сроком обращения до одного года (чеков, простых векселей, коносаментов, аккредитивов и др.);

рынок ссудного капитала, т. е. кратко- и долгосрочных кредитов — кредитный рынок; рынок ценных бумаг — фондовый рынок.

Третий сегмент является собственно финансовым рынком в более узком его понимании.

Часто финансовый рынок подразделяют на два сегмента — денежный рынок и рынок капитала.

Общественное назначение *финансового рынка* заключается в том, что с его помощью: обеспечивают перемещение финансовых ресурсов во времени и пространстве — между отраслями экономики, сферами бизнеса, регионами и т. д.;

достигают бесперебойности расчетов между участниками рынка по купле и продаже финансовых активов;

обеспечивают консолидацию финансовых ресурсов на ключевых направлениях предпринимательской деятельности;

предоставляют ценовую и иную информацию, позволяющую осуществлять финансовые операции с ценными бумагами в разных отраслях народного хозяйства и сферах бизнеса;

обеспечивают стимулирование участников рынка в ситуациях, когда один из участников финансовой операции располагает всей необходимой информацией, которой не обладает другой; либо один из участников исполняет роль агента (комиссионера) от имени второго;

добиваются наиболее эффективных способов управления финансовыми рисками (страхование, самострахование, хеджирование и др.).

Объективной предпосылкой функционирования финансового рынка является несовпадение потребностей в денежных ресурсах у хозяйствующих субъектов с наличием источников покрытия данных потребностей. На практике свободными денежными средствами располагают одни субъекты рынка (инвесторы), а инвестиционные потребности возникают у других (эмитентов).

Перераспределение временно свободных денежных средств происходит на финансовом рынке. Функциональное назначение финансового рынка заключается в посредничестве при движении денежных средств от владельцев к пользователям.

Финансовый рынок может быть первичным и вторичным. Первичный рынок — это рынок первой продажи ценных бумаг государством или корпорациями, т. е. на первичном

рынке осуществляется эмиссия финансовых инструментов для привлечения капитала. Первичный рынок ценных бумаг является не только источником привлечения дополнительных финансовых ресурсов, но и специфическим регулятором национальной экономики, который в значительной степени определяет размеры и характер накопления капитала, его структуру и объем инвестиций в стране.

На первичном рынке ценных бумаг его участники осуществляют кроме эмиссионной инвестиционную деятельность с целью получения дохода от вложенного в финансовые инструменты капитала и предотвращения его обесценивания.

Вторичный рынок — это рынок, где финансовые активы покупают и продают после первоначальной реализации, т. е. происходит их послеэмиссионное обращение с целью получения дохода (прибыли) и увеличения акционерного капитала. К финансовым инструментам вторичного рынка относятся долевые ценные бумаги (акции), выпускаемые корпорациями, и долговые бумаги (облигации), эмитируемые государством и корпорациями.

Под емкостью финансового рынка понимают возможный годовой (месячный) объем продажи определенного вида ценных бумаг при сложившемся соотношении спроса и предложения на него.

Различают благоприятную и неблагоприятную ситуации на финансовом рынке. В последнем случае спрос на финансовые активы значительно ниже их предложения. В результате на рынке обращаются бумаги, не находящие покупателей, и цены на них падают. Изменение конъюнктуры на рынке проявляется в движении рыночной цены. Нормальное развитие финансового рынка требует установления правильного соотношения между спросом и предложением на финансовые активы, их сбалансированности. В таком случае они продаются и покупаются по равновесным ценам. Спрос и предложение должны находиться в динамическом развитии, которое обеспечивает беспрепятственную реализацию предлагаемых на рынке финансовых инструментов при одновременном удовлетворении спроса на них.

Между риском и доходностью ценных бумаг существует прямая зависимость. Чем рискованнее бумага (например, акция «молодой» компании), тем выше должен быть и предлагаемый по ней доход.

В качестве товара на внутреннем финансовом рынке выступают:

ценные бумаги — эмиссионные и коммерческие;

государственные долговые обязательства;

ценные бумаги, представляющие безусловное долговое обязательство страховых компаний, негосударственных пенсионных фондов, паевых инвестиционных фондов и других финансовых посредников;

валютные ценности (иностранная валюта и ценные бумаги, выраженные в иностранной валюте);

драгоценные металлы и камни;

деньги (рублевые банкноты, депозитные и сберегательные сертификаты).[1, С.67-72]

### **2.3. Факторы, определяющие курсовую стоимость корпоративных ценных бумаг на финансовом рынке**

Рынок ценных бумаг отличается от других видов рынка спецификой своего товара. Ценная бумага — товар особого рода. Это одновременно титул собственности и право на получение дохода. Данный товар, не имея собственной стоимости, может быть продан по высокой рыночной цене. Это вызвано тем, что ценная бумага (акция) имеет свой номинал, но выражает часть реального капитала, вложенного в промышленное или иное производство.

Если рыночный спрос на ценную бумагу окажется выше предложения, то рыночная стоимость превысит ее номинал. Возможность существенного отклонения рыночной цены по ценной бумаге от ее номинала означает возникновение «фиктивного капитала». Он является «бумажным двойником» реального капитала (промышленного, торгового и ссудного).

Цена фиктивного капитала определяется двумя факторами:

соотношением спроса и предложения на капитал;

величиной капитализированного дохода по ценным бумагам.

Цена фиктивного капитала прямо пропорциональна превышению спроса на капитал над его предложением и величине дохода от ценной бумаги. Она обратно пропорциональна превышению предложения капитала над его спросом и уровню ставки банковского процента в стране (по кредитам и депозитам).

Поэтому цена фиктивного капитала подвержена частым рыночным колебаниям. С помощью ценной бумаги (акции) можно получить доступ к реальному имуществу либо обеспечить переход данного имущества от одного владельца к другому.

На практике спрос на ценные бумаги со стороны инвесторов формируют под влиянием следующих факторов:

доходности — способности приносить доход в форме дивидендов, процентов и роста курсовой стоимости;

уровня риска — вероятности понести определенные финансовые потери;

ликвидности — возможности для владельца получить за них денежные средства.

В процессе финансового инвестирования ценообразующие факторы можно условно разделить на три группы:

объективные;

спекулятивные (рыночные);

субъективные.

*Объективные факторы* проявляются на макро- и микроуровнях финансового рынка.

В состав макроэкономических факторов включают:

устойчивость и перспективы роста экономики страны в целом;

соотношение между долей потребления и накопления в составе валового внутреннего продукта (ВВП);

величину государственного долга (внешнего и внутреннего) и его удельный вес в объеме ВВП;

налоговую нагрузку на корпорации и ставку ссудного процента;

темпы инфляции в стране;

курс национальной валюты по отношению к устойчивым зарубежным валютам;

степень использования корпорациями ценных бумаг для мобилизации капитала на производственное развитие и др.

Объективные макроэкономические факторы сводятся к параметрам реального капитала, положенного в основу конкретного выпуска корпоративных ценных бумаг (финансовая устойчивость и платежеспособность компании, уровень ее доходности, перспективность отрасли, в которой она работает и др.).

В составе *спекулятивных (рыночных) факторов* можно выделить следующие:

объем «программной» торговли ценными бумагами;

состояние «короткой суммарной позиции» на фондовом рынке;

скупка корпорациями своих акций.

*Субъективные факторы* многообразны. Условно их можно разделить на три группы, связанные:

с техническими аспектами функционирования финансового рынка;

с методами финансового анализа корпоративных ценных бумаг (фундаментальным или техническим анализом);

с позициями и мнениями ведущих финансовых менеджеров и аналитиков корпораций, фондовых бирж, крупных банков и других институциональных участников рынка ценных бумаг.[1, С.73-75]

## **2.4. Финансовый рынок как объект государственного регулирования**

Важное место в системе государственного регулирования экономики занимает финансовое регулирование первичного и вторичного рынков ценных бумаг. Меры воздействия государства на операции, совершаемые на фондовом рынке, можно разделить на две группы.

Во-первых, — прямое вмешательство. Сюда относится весь комплекс законотворческой деятельности органов представительной и исполнительной государственной власти по данному вопросу (наличие пакета законов, регулирующих деятельность участников рынка ценных бумаг).

Во-вторых, — меры косвенного воздействия:

контроль денежной массы, находящейся в обращении, и объема кредитных ресурсов с помощью учетной ставки банковского процента, нормативов обязательного резервирования, устанавливаемых коммерческим банкам и др.;

налоговая политика, касающаяся налогообложения операций с ценными бумагами (налог на доходы от капитала);

гарантии Правительства РФ по депозитам, кредитам и займам частному сектору;

внешнеэкономическая политика (развитие или свертывание экономических связей с отдельными странами);

выход государства на фондовый рынок путем эмиссии федеральных и субфедеральных долговых обязательств (облигаций) и др.

В России до событий 17 августа 1998 г. государство монополизировало более 80% операций на рынке ценных бумаг (выпуск ГКО, МКО, ОФЗ). На долю частного сектора приходилось менее 20% (вместо нормальных 50%). В настоящее время (1999-2003 гг.) для фондового рынка РФ характерны:

низкий объем сделок и как следствие невысокая капитализация фондового рынка;

преобладание двух монополистов на биржевом и внебиржевом рынках — соответственно Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ) и Российской торговой системы (РТС);

осуществление финансовых операций в основном значительными пакетами акций небольшого числа крупных эмитентов, так называемыми голубыми фишками. К наиболее крупным российским эмитентам относятся РАО «ЕЭС России», РАО «Газпром», ОАО «НК "Лукойл"», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «Юкос», ОАО «Норильский никель», «Ростелеком» и др. В сделках активное участие принимают коммерческие банки, использующие депозиты своих клиентов;

отсутствие прямого доступа индивидуальных инвесторов к рынку акций, так как их скупают пакетами брокеры-оптовики и банки;

недостаточное число среди участников рынка таких институциональных организаций, как паевые и акционерные инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании и др.;

отсутствие в торговом обороте акций компаний высоких технологий («хай-тек») и корпоративных облигаций;

преобладание в торговой системе государственных облигаций (ГКО-ОФЗ), находящихся в обращении или подлежащих реструктуризации.

Предпринимательская деятельность на рынке ценных бумаг, включая услуги по размещению, купле и продаже финансовых инструментов, осуществляется профессиональными участниками на основании лицензий, выдаваемых Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России) и ее региональными комиссиями. Органы, выдавшие лицензии, контролируют деятельность профессиональных участников и принимают решения об отзыве выданных лицензий в случае нарушения законодательства РФ.

Деятельность профессиональных участников подтверждается тремя видами лицензий: лицензией профессионального участника рынка ценных бумаг; лицензией на осуществление деятельности по ведению реестра акционеров; лицензий фондовой биржи.

Объектами регулирования на фондовом рынке РФ являются следующие виды деятельности.

**Брокерская деятельность** заключается в совершении гражданско-правовых сделок с ценными бумагами на основании договора комиссии или поручения, а также доверенности на совершение таких сделок при отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера в договоре. Сделки, осуществляемые по поручению клиентов, во всех случаях подлежат первоочередному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого брокера, если он совмещает деятельность брокера и дилера.

**Дилерская деятельность** представляет собой совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за счет путем публичного объявления цен купли и продажи ценных бумаг с обязательством совершения сделок с этими бумагами по объявленным ценам. Дилеры, котирующие государственные ценные бумаги, обязаны выполнять специальные требования Министерства финансов РФ. Дилером может быть юридическое лицо (например, коммерческий банк), которое является коммерческой организацией. Помимо цены, дилер вправе объявить иные существенные условия договора купли-продажи ценных бумаг: минимальное и максимальное количество окупаемых и продаваемых бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены.

**Деятельность по управлению ценными бумагами** осуществляют юридические лица и индивидуальные предприниматели от своего имени и за вознаграждение в течение срока доверительного управления. *Доверительная деятельность* включает управление:

ценными бумагами;

денежными средствами, предназначенными для включения в ценные бумаги;

денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления финансовыми активами.

Профессиональный участник рынка, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, именуется *управляющим*, его права и обязанности определены нормативными актами РФ и договорами с клиентами. Если управляющий нанес ущерб своим клиентам, то он обязан возместить за свой счет причиненные им убытки. Деятельность по управлению ценными бумагами тесно связана с коллективным инвестированием в России. Коллективные инвесторы выступают в роли финансовых посредников между гражданами и субъектами, которые формируют спрос на инвестиционные ресурсы. Различают финансовых посредников:

депозитного типа (коммерческие и сберегательные банки, кредитные союзы и т. д.);

контрактно-сберегательного типа (страховые компании, негосударственные пенсионные фонды и др.);

инвестиционного типа (паевые, трастовые и другие взаимные фонды и компании открытого и закрытого типа).

Деятельность коллективных инвесторов и управляющих регулируется Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» от 29.11.01 № 156-ФЗ, а общих фондов банковского управления (ОФБУ) — положением Центрального банка России.

Депозитарная деятельность заключается в оказании услуг по хранению сертификатов ценных бумаг или учету и переходу прав на ценные бумаги.

*Депозитарий* — это юридическое лицо, являющееся профессиональным участником фондового рынка и осуществляющее депозитарную деятельность.

*Депонент* — это лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг или учету прав на них.

Взаимоотношения между депозитарием и депонентом регулируются депозитарным договором (договором о счете Депо), заключаемым в письменной форме. Заключение подобного договора не влечет за собой переход к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента.

Потребителями депозитарных услуг являются главным образом институциональные инвесторы, совершающие основной объем сделок с ценными бумагами. С учетом основных направлений и характера клиентской базы депозитариев их можно объединить в две большие группы — расчетные и кастодиальные. *Кастодиальные депозитарии* по сфере деятельности подразделяются на специализированные и универсальные. Отличительными признаками *расчетных депозитариев* являются централизованное обслуживание выпусков ценных бумаг на основании договора с эмитентом, а также осуществлении расчетов по ценным бумагам на биржевом и внебиржевом рынках.

*Кастодиальные депозитарии* получили свое название от английского слова *custody* — «попечительство». Их отличительной особенностью является обслуживание инвесторов на основе персонифицированных договоров с предоставлением необходимых услуг. Необходимо подчеркнуть, что формирование кастодиальных депозитариев требует значительных финансовых затрат на проектирование технологий, систем автоматизации учетной работы и привлечение квалифицированного персонала.

Независимо от вида депозитария его организационная структура включает три главных подразделения: по работе с клиентами; по учету сделок и расчетов; по корпоративным действиям и сверке расчетов.

Государственное регулирование депозитарной деятельности осуществляет Федеральная комиссия по ценным бумагам (ФКЦБ России), которая выступает за ограничение роли банков на фондовом рынке, а ее агентом по контролю над банковскими депозитариями является Центральный банк России, отдающий предпочтение европейской модели депозитарной системы. Однако финансовый кризис августа 1998 г. в первую очередь негативно сказался на устойчивости банковской системы и выявил необходимость повышения стабильности работы российских депозитариев.

**Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг** включает сбор, фиксацию, обработку, хранение и предоставление данных, входящих в систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг вправе заниматься только юридические лица (держатели реестра или регистраторы). Регистратор, занесенный в систему ведения реестра владельцев ценных бумаг эмитента, не вправе осуществлять сделки с ценными бумагами. Держателем реестра может быть эмитент или профессиональный участник фондового рынка, осуществляющий деятельность по ведению реестра на основании поручения эмитента. В случае, если число владельцев превышает 500, держателем реестра должна стать специализированная организация, которая является профессиональным участником фондового рынка. Регистратор имеет право передавать часть своих функций по сбору информации, входящей в систему ведения реестра, другим регистраторам. Передоверие функций не освобождает регистратора от ответственности перед эмитентом.

Под системой ведения реестра владельцев ценных бумаг понимают совокупность данных, отраженных на бумажном носителе или с использованием электронной базы данных. Система ведения реестра должна обеспечивать сбор и хранение в течение сроков,

установленных законодательством России, информации обо всех фактах и документах, необходимых для внесения изменений в систему ведения реестра владельцев ценных бумаг.

**Деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг)** включает сбор, сверку, корректировку информации по операциям с ценными бумагами и подготовку бухгалтерских документов по ним, зачет по поставкам ценных бумаг и расчеты по ним. Клиринговые организации, осуществляющие расчеты по ценным бумагам, принимают к исполнению бухгалтерские документы на основании договоров с участниками фондового рынка. Клиринговая организация, производящая расчеты по сделкам с ценными бумагами, обязана формировать специальные фонды для снижения рисков неисполнения сделок с ценными бумагами. Минимальный размер специальных фондов устанавливает ФКЦБ РФ по согласованию с Центральным банком России.

**Деятельность по организации торговли ценными бумагами** включает предоставление услуг, способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между профессиональными участниками фондового рынка (включая деятельность фондовых бирж и фондовых отделов товарных и валютных бирж).

*Фондовой биржей* признают организатора торговли, не совмещающего деятельность по организации торговли ценными бумагами с иными видами деятельности (за исключением депозитарной и клиринговой). Организатор торговли на фондовом рынке обязан раскрыть клиентам следующую информацию:

- правила допуска участника к торгам;
- правила допуска ценных бумаг к торгам (листинг);
- правила заключения и сверки сделок;
- правила регистрации и исполнения сделок;
- правила, ограничивающие манипулирование ценами;
- расписание представления услуг организатором торговли на фондовом рынке;
- регламент внесения изменений в указанные правила;
- список ценных бумаг, допущенных к торгам.

В каждой сделке, заключенной организатором торговли, заинтересованному лицу предоставляют следующую информацию:

- дату и время заключения сделки;
- наименование ценных бумаг, являющихся предметом сделки;
- государственный регистрационный номер ценных бумаг;
- цену одной ценной бумаги и их общее количество.

Фондовая биржа обязана обеспечить гласность и публичность проводимых торгов путем оповещения ее членов о месте и времени проведения торгов, о списке и котировке ценных бумаг, допущенных к обращению, о результатах торговых сессий и др.

Фондовая биржа не может устанавливать размеры вознаграждения, взимаемого ее членами за совершение сделок с ценными бумагами.

Доходы фондовой биржи формируют за счет:

- отчислений в пользу биржи от вознаграждения, получаемого ее членами за участие в биржевых сделках;
- взносов, сборов и иных платежей, вносимых членами биржи за оказываемые ею услуги;
- штрафов, уплачиваемых за нарушение требований устава биржи, правил биржевой торговли и других ее внутренних документов.

Необходимо отметить, что фондовая биржа не определяет цены на финансовые активы. Она их только констатирует, объективно способствуя их формированию.

Торговля на фондовой бирже представляет своеобразный «двойной аукцион». Если на обычном аукционе действует один продавец и несколько потенциальных покупателей, которые стремятся предложить ему наиболее выгодные условия сделки, то на фондовой

бирже покупатели подают заявки на приобретение финансовых инструментов, а продавцы — предложения на их реализацию. Цена предлагается из расчета на одну акцию, но базисной операционной единицей является так называемый полный лот, включающий 100 акций. Инвесторы дают брокерам различные поручения, в которых предусматриваются условия сделки с точки зрения цены и сроков или оговариваются действия по усмотрению самого брокера. На фондовых биржах США используют следующую классификацию приказов с позиции ограничения цены.

Рыночный приказ (*market order*) — приказ на покупку или продажу определенного вида акций по наиболее выгодной текущей цене, т. е. приказ купить акции по самой низкой цене или продать по самой высокой на момент его получения.

Лимитный приказ (*limit order*) — приказ на покупку или продажу по специально оговоренной цене или на более выгодных условиях, т. е. приказ, в котором оговаривают минимальную цену продажи или максимальную цену приобретения. Если данный лимит не достигается, то брокер не выполняет данный приказ.

Буферный приказ (стоп-приказ — *stop-loss order*) — приказ брокеру произвести куплю или продажу акций в тот момент, когда цена достигает предусмотренного в этом приказе уровня. Это означает, что при достижении «буферной цены» приказ автоматически реализуется в форме совершения сделки покупки акций. Инвесторы вправе отдавать своим брокерам приказы на день, неделю или на месяц. В последнем случае сам брокер несет ответственность за его отмену по истечении недельного или месячного срока.

Приказ «до отмены» (открытый приказ) действует до его осуществления или отмены.

При формировании биржевых курсов ценных бумаг на всех биржах мира соблюдают пять правил:

Искомый биржевой курс всегда будет таким, по которому может быть осуществлено максимальное количество сделок.

Все заявки, в которых указано «по наилучшему курсу», всегда осуществляют при появлении уже первого предложения цены.

Все заявки, в которых уровни цен максимальны при покупке и минимальны при продаже, должны быть реализованы.

Все заявки, в которых приводятся цены, приближающиеся к максимальным при продаже, могут быть реализованы частично.

Все заявки, где указаны цены ниже искомого курса при покупке или выше — при продаже, не реализуются.

Федеральным законом «Об акционерных обществах» определены дополнительные меры государственного регулирования деятельности участников фондового рынка:

- установление минимальных размеров уставного и резервного капитала;
- предельное ограничение количества привилегированных акций в уставном капитале (их объем не должен превышать 25%);
- условия и порядок увеличения (уменьшения) уставного капитала;
- порядок выплаты дивидендов акционерам с учетом чистых активов общества;
- ограничения на совершение крупных сделок с эмиссионными ценными бумагами (акциями) и др.

Инвестор вправе самостоятельно работать на фондовом рынке при наличии соответствующей лицензии. Однако в связи со сложностью операций с ценными бумагами лучше воспользоваться услугами профессиональных участников фондового рынка, имеющими большой практический опыт работы с бумагами различных эмитентов.

В соответствии с законодательством РФ система регулирования рынка ценных бумаг представлена тремя группами субъектов:

- регулирующие органы;
- раскрыватели информации;



организации, обеспечивающие сбор, хранение и публичный доступ к раскрываемой информации.

*Регулирующие органы* представлены федеральными органами исполнительной власти: Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России), Министерством финансов РФ, Центральным банком РФ, Министерством по налогам и сборам РФ, Министерством по антимонопольной политике РФ.

*Раскрыватели информации* — саморегулирующиеся организации профессиональных участников фондового рынка, члены этих организаций (эмитенты), а также владельцы ценных бумаг (инвесторы) обязаны раскрывать информацию о них в соответствии с законодательством РФ.

*К организациям, обеспечивающим сбор, хранение и публичный доступ к раскрываемой информации*, относятся: Технический центр раскрытия информации ФКЦБ России, Центральный депозитарий, а также другие субъекты фондового рынка, имеющие право на ее раскрытие. Они осуществляют также распространение данной информации для пользователей.

Информация, поступающая на фондовый рынок, подразделяется на:

стандартную (общедоступную) информацию, раскрываемую всеми участниками фондового рынка;

информацию, доступную отдельным лицам (инсайдерам).

ФКЦБ России является органом исполнительной власти по проведению государственной политики в сфере фондового рынка, контролю над деятельностью профессиональных участников и эмитентов. Руководитель ФКЦБ России является по должности федеральным министром. Федеральная комиссия осуществляет разработку основных направлений развития рынка ценных бумаг и координирует деятельность федеральных органов исполнительной власти по вопросам его регулирования.

Круг деятельности ФКЦБ РФ достаточно широк и определен Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 № 39-ФЗ. Согласно этому закону, ФКЦБ России осуществляет государственную регистрацию выпусков эмиссионных ценных бумаг большинства российских эмитентов (за исключением кредитных организаций, государственную регистрацию выпусков ценных бумаг которых производит Центральный банк России, и страховых компаний, государственную регистрацию выпусков ценных бумаг которых осуществляет Министерство финансов РФ).

Формирование благоприятного делового климата должно способствовать реализации мер по защите прав и законных интересов инвесторов на фондовом рынке и повышению уровня его капитализации.

### **Тема 3 Корпоративная отчетность и финансовая информация**

1. Разновидности и особенности финансовой информации.
2. Модели и стандарты раскрытия финансовой информации.
3. Экспресс-диагностика финансовой отчетности.

#### **1. Разновидности и особенности финансовой информации**

Информация – это сведения, уменьшающие неопределенность в той области, к которой они относятся.

Финансовая информация - это сведения финансового характера, имеющие предметное содержание и предназначенные для снятия неопределенности и принятия финансовых решений.

Требования, предъявляемые к информации:

Достоверность (надежность источника),

Релевантность (существенность),

Своевременность (информация финансового характера чрезвычайно мобильна, и актуальными могут быть лишь текущие данные),

Необходимая достаточность (чрезмерный бессистемный информационный поток может «захлестнуть» пользователя, который не сможет даже ознакомиться с ним, тем более проанализировать и разумно

использовать его),

Достаточная точность (для финансового менеджера достаточно округленных показателей и агрегированных данных, но обязательно точных).

### **Ключевые признаки финансовой информации**

большие массивы данных,

цикличность движения, обусловленная особенностями кругооборота капитала,

многообразие источников и потребителей,

преимущественно стоимостные измерители,

параллелизм в обеспечении: высокая цена ошибок обуславливает необходимость и оправданность 4-5 кратного запараллеливания данных,

наличие логических зависимостей, что позволяет формализовать бизнес-процессы и их составляющие на основе эконометрики или финансовой математики,

вариабельность оценок в зависимости от применяемых цен (фактических, сопоставимых, отпускных, трансфертных и т.п.), расчетной валюты, стандарта оценки, учетной политики и т.д.,

волатильность (изменчивость) динамических характеристик,

особая значимость в средствах визуализации не столько графика изменений, сколько тренда (вектора) изменений,

специфические правила чтения информации, предусматривающие методологию технического, финансового и др. анализа.

### **Разновидности финансовой информации**

по функциональной роли (отчетная, нормативно-регулятивная, справочная, оценочно-аналитическая, планово-целевая информация, несистемные данные финансового характера),

по технологии получения и хранения (активная и пассивная),

по способу отображения (текстовая, табличная, графическая, звуковая и др.),

по форме представления (динамический ряд, тренд, рэнкинг, финансовый отчет, презентация и др.),

по отношению к хозяйствующим субъектам (внешняя, внутренняя),

по значимости для принятия решения (полезная, ложная, избыточная),

по способу получения (учетная, расчетная, статистическая),

по временному периоду (ретроспективная, отчетная, оперативная или текущая, прогностическая),

по измерителям (финансовый агрегат, валюта баланса, маржа, финансовый результат, сальдо, фондовый индекс, биржевая котировка, рейтинг и др.),

по привилегиям доступа (публичная, конфиденциальная, инсайдерская),

по источнику формирования (биржевая, корпоративная),

по признаку платности (рыночная, нерыночная),

по степени обработки (первичная, производная).

**Отчетность – это система показателей об имущественном и финансовом положении хозяйствующего субъекта, а также финансовых результатах его деятельности за отчетный период.**

### **Место и роль финансовой отчетности в корпоративном менеджменте**

объект финансового анализа и статистики, финансового планирования, прогнозирования на макро-, мезо- и микроуровне;

общепринятая в мировой практике модель оценки правильности принятых ранее финансовых решений, поскольку отражает все позитивное и негативное в реализованной финансовой политике;

источник информации для принятия будущих финансовых решений;

фактор кредитоспособности, условие получения кредита на приемлемых условиях, способ минимизации стоимости заемных источников финансирования и снижения на этой основе финансового левериджа и затрат;

инструмент позиционирования компаний на рынке и способ улучшения деловой репутации, используемый в PR-менеджменте;

источник информации в деловом сообществе для потенциальных партнеров и способ совершенствования стратегического менеджмента;

необходимый инструмент для получения и повышения рейтинга;

условие выхода на IPO и обязательный документ для прохождения процедуры листинга;

фактор инвестиционной привлекательности и необходимое условие для принятия инвесторами решения о покупке-продаже ценных бумаг;

источник конкурентного преимущества и способ повышения маркетинговой привлекательности;

условие повышения рыночной стоимости компании в сделках, обусловленных сменой собственника;

условие выбора поставщиков и оптимизации на этой основе логистики;

### **Модели и стандарты раскрытия финансовой информации**

англо-американская модель (Великобритания, США, Австралия, Канада и др.) эта модель применяется в странах с высоким уровнем развития фондового рынка, регулируется преимущественно профессиональными организациями и допускает широкое применение «здорового смысла» и профессионального суждения;

континентальная модель (Германия, Австрия, Франция, Швейцария, Италия и др.) эта модель применяется в странах, где основным источником привлеченного капитала является банковский капитал, регулируется преимущественно государственными институтами и предполагает четкое соответствие учета и отчетности установленным правилам;

восточноевропейская модель (бывшие социалистические страны Восточной Европы), ориентированная на удовлетворение интересов государственных органов как основных пользователей этой финансовой информации.. До настоящего времени эта модель характерна для российской системы учета и отчетности, несмотря на принятую стратегию по ее гармонизации с международными стандартами.

#### **Состав форм финансовой отчетности**

<b>РСБУ</b>	<b>МСФО</b>
Бухгалтерский баланс (форма № 1)	Бухгалтерский баланс
Отчет о прибылях и убытках (форма № 2)	Отчет о прибылях и убытках
Отчет об изменениях капитала (форма № 3)	Отчет о движении капитала
Отчет о движении денежных средств (форма №4)	Отчет о движении денежных средств
Приложение к бухгалтерскому балансу (форма № 5)	
Отчет о целевом использовании полученных средств (форма № 6)	
Пояснительная записка	Учетная политика и пояснительная записка
Аудиторское заключение	

#### **Аналитический баланс (по форме №1)**

<b>Актив</b>	На начало периода	На конец периода	<b>Пассив</b>	На начало периода	На конец периода
1.Внеоборотные активы			3.Капитал и резервы		
2.Оборотные активы			4.Долгосрочные обязательства		
			5.Краткосрочные обязательства		
<b>ИТОГО активов</b>			<b>ИТОГО пассивов</b>		

#### **Отчет о прибылях и убытках (по форма №2)**

Показатель		За отчетный период	За аналогичный период предыдущего года
наименование	код		
1	2	3	4
<b>Доходы и расходы по обычным видам деятельности</b>			
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей)			
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг		( )	( )
Валовая прибыль			
Коммерческие расходы		( )	( )
Управленческие расходы		( )	( )
Прибыль (убыток) от продаж			
<b>Прочие доходы и расходы</b>			
Проценты к получению			
Проценты к уплате		( )	( )
Доходы от участия в других организациях			
Прочие доходы			
Прочие расходы		( )	( )
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>			
Отложенные налоговые активы			
Отложенные налоговые обязательства			
Текущий налог на прибыль		( )	( )
<b>Чистая прибыль (убыток) отчетного периода</b>			
<b>СПРАВОЧНО</b>			
Постоянные налоговые обязательства (активы)			
Базовая прибыль (убыток) на акцию			
Разводненная прибыль (убыток) на акцию			

#### Агрегированная форма отчета о движении денежных средств (по форме №4)

Наименование показателя	Отчетный период	Аналогич. период предыдущ. года
Входной остаток денежных средств		
<i>Движение денежных средств по текущей деятельности</i>		
Выручка от продажи товаров, работ, услуг		
...		
Расход денежных средств		
...		
Чистые денежные средства от текущей деятельности		
<i>Движение денежных средств по инвестиционной деятельности</i>		
Выручка от продажи активов		
Полученные проценты, дивиденды		
...		
Приобретение дочерних организаций и других капитальных активов		
...		
Чистые денежные средства от инвестиционной деятельности		
<i>Движение денежных средств по финансовой деятельности</i>		
Поступления от эмиссии акций или долевых бумаг		
Поступления от займов и кредитов, предоставленных другими организациями		
...		
Погашение займов и кредитов		
...		
Чистые денежные средства от финансовой деятельности		
Чистое увеличение (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов		
Остаток денежных средств на конец отчетного периода		

#### Основные формы финансового репортинга

- 4 финансовая/бухгалтерская отчетность, составляемая в соответствии с принятым стандартом и предоставляемая в регулирующие и другие органы, уполномоченные государством;
- 4 годовые отчеты, представляемые в выбранном компанией формате иным пользователям;
- 4 интернет-репортинг.

#### Каналы распространения корпоративной финансовой информации в России

##### Регулирующие и другие уполномоченные государством органы:

- Государственная налоговая служба и ее территориальные подразделения с функцией контроля налогообложения;
- Росстат и его территориальные подразделения с задачей формирования отраслевых и региональных статистических информационных банков, данных по национальной экономике и международных сравнений;

- Федеральная служба по финансовым рынкам в рамках надзорных функций за участниками финансового, прежде всего, фондового рынка;
- Системообразующие биржи для допуска ценных бумаг к торгам и формирования котировальных списков.

#### **Негосударственные институты:**

- Рейтинговые агентства, присваивающие рейтинги и ранжирующие компаний по основным финансово-экономическим параметрам;
- Ассоциации финансового рынка, информационные агентства и аналитики, оценивающие информационную прозрачность российской хозяйственной среды в целом и компаний в частности;
- Проект СКРИН (Система комплексного раскрытия информации) в структуре РТС, формирующий общедоступный механизм раскрытия корпоративной информации и ориентирующий участников фондового рынка на информационную прозрачность;
- Инфраструктура рынка IR-услуг, способствующая формированию и распространению наглядных и содержательных информационных продуктов на условиях аутсорсинга;
- Компании и их веб-сайты, содержащие первичную информацию о деятельности в прошлых и будущих периодах, включая Интернет-репортинг.

## **ТЕМА 4 КОРПОРАТИВНОЕ ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ**

### **2 Понятие финансовой политики, стратегии и тактики.**

Финансовая стратегия - совокупность финансовых целей и задач по управлению финансами компании, а также способов и путей их достижения.

Виды финансовой стратегии:

Генеральная - определяет долгосрочные финансовые цели и задачи управления финансовыми и денежными потоками, период ее действия не должен превышать срок, на который разработана корпоративная стратегия

Оперативная – определяет цели и задачи текущего управления финансовыми ресурсами и денежными средствами, разрабатывается в рамках генеральной финансовой стратегии, детализируя ее на определенный период времени

Финансовая стратегия - совокупность финансовых целей и задач по управлению финансами компании, а также способов и путей их достижения.

Финансовая политика – это совокупность принципов и методов управления финансами компании для достижения финансовых целей и задач.

Финансовая тактика - система мер и мероприятий по реализации финансовой стратегии.

### **3 Содержание и задачи финансового планирования**

Устойчивая работа предприятий (корпораций) в рыночных условиях невозможна без использования современных методов управления финансами. Одним из основных направлений повышения эффективности финансового менеджмента является совершенствование внутрифирменного финансового планирования и контроля.

Преимущества планирования следующие:

планирование обеспечивает использование благоприятных возможностей и условиях изменяющейся рыночной конъюнктуры;

в результате планирования проясняются многие возникающие проблемы;

планирование стимулирует управленческую деятельность;

обеспечивается четкая координация действий между структурными подразделениями (филиалами) корпорации;

руководство обеспечивается необходимой информацией;

оптимизируется распределение ресурсов

**Финансовый план** – это обобщенный плановый документ, отражающий поступление и расходование денежных средств на текущий (до одного года) и долгосрочный (свыше одного года) период. Этот план необходим для получения качественного прогноза будущих денежных потоков.

По определению Р. Брейли и С. Майерса, финансовое планирование - это процесс, включающий:

анализ инвестиционных возможностей и возможностей текущего финансирования, которыми располагает корпорация;

прогнозирование последствий принимаемых решений;

обоснование выбора варианта из ряда возможных решений для включения его в окончательный план;

оценку соответствия результатов, достигнутых корпорацией, параметрам, установленным в финансовом плане.

Отметим также, что в основе прогнозирования - наиболее вероятные события и результаты. В процессе планирования специалисты должны предусмотреть не только оптимистический, но и пессимистический варианты развития событий.

Ф. Ли Ченг и Д. И. Финнерти финансовое планирование понимают как процесс анализа дивидендной, финансовой и инвестиционной политики, прогнозирования их результатов, воздействия этих результатов на экономическое окружение корпорации и принятия решений о допустимом уровне риска и выборе проектов.

Задачи финансового планирования заключаются:

- 1) в использовании экономической, правовой, учетной и рыночной информации, а также сведений о финансовой и инвестиционной политике компании;
- 2) в анализе и оценке взаимосвязи решений о дивидендах, финансировании и инвестициях;
- 3) в прогнозировании последствий управленческих решений, с целью избежать влияния негативных событий и четко представлять взаимосвязь оперативных и долгосрочных решений;
- 4) в выборе решений, которые выполнимы в рамках принятых финансового и инвестиционного планов;
- 5) в сравнительной оценке результатов реализации выбранных решений и целей, установленных финансовым планом.

Западные корпорации используют три основные модели финансового анализа планирования и прогнозирования:

систему алгебраических уравнений;

■ модель линейного программирования;

экономическую модель (с использованием уравнений множественной регрессии).

Результатом применения моделей финансового планирования и прогнозирования являются варианты финансовых отчетов (о прибылях и убытках, о доходах, и расходах, о движении денежных средств).

Кроме того, устанавливают прогнозные значения таких важных показателей, как курс акции (*PPS*), дивиденд на акцию (*Dividend per Share, DPS*) и прибыль на акцию (*Earning per Share, EPS*), и планируют новую эмиссию акций и корпоративных облигаций.

В процессе финансового планирования западные финансисты часто используют *метод сценариев*. Например, один сценарий может предусматривать высокие процентные ставки на кредиты и займы, приводящие к замедлению темпов роста национальной экономики и падению цен на товары и услуги. В основу второго сценария могут быть заложены нарастающий спад экономики страны, высокая инфляция и слабая национальная валюта и др.

*Бюджет* – это оперативный финансовый план, составленный, как правило, на срок до одного года (месяц, квартал, полугодие), отражающий расходы и поступления средств по текущей, инвестиционной и финансовой деятельности корпорации. В практике управления корпоративными финансами используют два вида бюджетов — операционные и финансовые.

*Бюджетирование* – это процесс разработки конкретных бюджетов в соответствии с целями оперативного планирования (например, бюджета доходов и расходов на предстоящий месяц или квартал).

*Бюджетирование капитала* – процесс разработки конкретных бюджетов по управлению капиталом корпорации - по источникам формирования капитала (пассивы баланса) и их размещению (активы баланса). Например, бюджет по балансовому листу (прогноз баланса активов и пассивов) на предстоящий квартал, полугодие, год; бюджет оборотных активов.

*Бюджетный контроль* – это текущий контроль над исполнением отдельных показателей доходов и расходов, определенных плановым бюджетом.

*Смета* – это форма планового расчета, определяющая потребности предприятия в денежных ресурсах на предстоящий период (квартал, год) и последовательность действий по исчислению показателей. Например, смета (бюджет) затрат на производство и реализацию продукции. Данный термин широко применялся в плановой экономике при разработке техпромфинплана предприятия на предстоящий год.

В *наличной смете (Cash Budget)* отражают ожидаемое значение поступлений и выплат при различных сценариях будущего движения денежных средств. Аналогом данной сметы в российской практике служит *бюджет доходов и расходов*.

Главной целью финансового планирования является определение возможных объемов финансовых ресурсов, капитала и резервов на основе прогнозирования величины денежных потоков за счет собственных, заемных и привлеченных с фондового рынка источников финансирования.

Данная цель подразумевает:

обеспечение производственного, научно-технического и социального развития корпорации прежде всего за счет собственных средств;

увеличение прибыли преимущественно за счет роста объема продаж и снижения издержек производства и обращения;

обеспечение финансовой устойчивости, платежеспособности и ликвидности баланса корпорации, особенно в период реализации крупномасштабных и инвестиционных проектов.

Важнейшие объекты финансового планирования:

- выручка (нетто) от продажи продукции (товаров, работ, услуг);

прибыль и ее распределение;

фонды специального назначения и их использование;

объем платежей в бюджетную систему в форме налогов и сборов;

взносы в государственные внебюджетные фонды в форме единого социального налога и т.д.

На начальном этапе планирования руководство корпорации может потребовать от каждого подразделения представить три альтернативных бизнес-плана на ближайшие пять лет:

План агрессивного роста подразделения, включающий крупные капиталовложения на развитие новых видов продукции и освоение передовых технологий, увеличение доли уже освоенных рынков или проникновение на новые рынки.

План нормального развития, при котором подразделение корпорации развивается в соответствии с изменениями на рынке сбыта, а не за счет активного вытеснения конкурентов.

План снижения расходов и сужения специализации, в котором ставится задача минимизации капиталовложений, с учетом возможного падения объема производства и продажи данного подразделения.

Возможен и четвертый вариант плана - реорганизация, продажа или ликвидация подразделения.

Основу финансовой стратегии компании составляет *самофинансирование*. Самофинансирование предусматривает использование прежде всего собственных источников (чистой прибыли и амортизационных отчислений – более 50% от объема финансовых ресурсов), а также привлеченных средств из соответствующих бюджетов, включая государственные.

Для составления финансовых планов используются следующие информационные источники:

договоры (контракты), заключаемые с потребителями продукции и поставщиками материальных ресурсов и услуг;

результаты анализа бухгалтерской отчетности (форм № 1-5) и выполнения финансовых планов за предшествующий период (месяц, квартал, год);

прогнозные расчеты по реализации продукции или планы сбыта продукции исходя из заказов, прогнозов спроса, уровня продажных цен и других условий рыночной конъюнктуры, включая поставку продукции за наличные деньги и в порядке бартерного обмена. Исходя из показателей сбыта рассчитывают объем производства, затраты на выпуск продукции, прибыль, рентабельность активов, собственного капитала и продаж;

экономические нормативы, утверждаемые законодательными актами (налоговые ставки, тарифы взносов в государственные внебюджетные фонды, нормы амортизационных отчислений, учетная ставка банковского процента минимальная месячная оплата труда и др.);

принятая руководством компании учетная политика.

Разработанные на основе этих данных финансовые планы (бюджеты) служат руководством (ориентиром) для финансирования текущих финансово-эксплуатационных потребностей, инвестиционных программ и проектов и других мероприятий, обеспечивающих развитие корпорации.

## **2. Принципы финансового планирования**

Принципы планирования определяют характер и содержание плановой деятельности в корпорации.

Принцип системного планирования подразумевает:

существование совокупности элементов (подразделений);

взаимосвязь этих элементов;

наличие единого направления развития подразделений, входящих в систему, в соответствии с целями корпорации.

Единое направление плановой деятельности, общность целей всех подразделений становятся возможными в рамках вертикального единства фирмы.

- Принцип координации планов отдельных подразделений выражается в том, что нельзя эффективно планировать деятельность одних подразделений вне связи с другими; всякие изменения в планах одних структурных единиц должны быть отражены в планах других.

Следовательно, взаимосвязь и одновременность – ключевые особенности координации планирования в корпорации.

3. Принцип участия означает, что каждый специалист (менеджер) компании становится участником плановой деятельности независимо от занимаемой должности и выполняемой им функции.

4. Принцип непрерывности заключается в том, что:

- процесс планирования осуществляют систематически в рамках установленного цикла;
- разработанные планы непрерывно сменяют друг друга (план закупок — план производства — план по маркетингу (сбыту) — план движения денежных средств).

В то же время неопределенность внешней среды и наличие непредсказуемых изменений внутренней обстановки требует корректировки и уточнения планов корпорации.

5. Принцип гибкости тесно связан с принципом непрерывности. В соответствии с этим принципом допускается вероятность наступления непредвиденных обстоятельств, в связи с которыми корпорация будет вынуждена выйти за рамки плановой деятельности. Поэтому планы должны содержать так называемые резервы безопасности (производственных мощностей, ресурсов и т. п.).

6. Принцип точности предполагает, что корпоративные планы должны быть детализированы и конкретизированы в той степени, в какой позволяют внутренние и внешние условия деятельности компании.

Исходя из этих общих положений целесообразно конкретизировать принципы финансового планирования:

1. Принцип финансового соотношения сроков («золотое банковское правило») заключается в том, что получение и использование средств должно происходить в установленные сроки, т. е. капитальные вложения с длительными сроками окупаемости следует финансировать за счет долгосрочных заемных средств (долгосрочных банковских кредитов и облигационных займов).

2. Принцип платежеспособности предполагает, что планирование денежных средств должно обеспечить платежеспособность корпорации в любое время года. У корпорации должно быть достаточно ликвидных средств, чтобы обеспечить погашение первоочередных краткосрочных обязательств. При этом оборотные активы всегда выше краткосрочных пассивов, а собственные оборотные средства должны превышать наиболее срочные обязательства перед поставщиками материальных ценностей и услуг.

3. Принцип рентабельности капиталовложений заключается в том, что для капитальных вложений следует выбирать самые дешевые способы финансирования (самофинансирование, финансовую аренду — лизинг, инвестиционный селенг и др.). Заемные средства выгодно привлекать лишь в том случае, если они повышают рентабельность собственного капитала.

4. Принцип сбалансированности рисков. Особенно рискованные долгосрочные инвестиции целесообразно финансировать за счет собственных средств (чист и прибыли, амортизационных отчислений и др.).

5. Принцип приспособления к потребностям рынка. Для корпорации важно учитывать конъюнктуру рынка и свою зависимость от получения кредитов и займов, так как не во всех случаях собственных средств достаточно для финансирования текущей и инвестиционной деятельности.

6. Принцип предельной рентабельности указывает на то, что целесообразно выбирать такие капиталовложения, которые обеспечивают максимальную (предельную) рентабельность на инвестированный капитал при допустимом уровне риска.

### **3 Методы финансового планирования**

*Центр доходов* — это подразделение, которое приносит корпорации максимальную прибыль. *Центр затрат* — это подразделение с максимумом издержек или имеющее убыток, но играющее важную роль в производственно-коммерческом процессе.

Методы планирования — это конкретные способы и приемы плановых расчетов. К таким методам относятся:

**Расчетно-аналитический метод** планирования заключается в том, что на основе достигнутой величины финансовых показателей прогнозируют их уровень на будущий период. Данный метод применяют в тех случаях, когда отсутствуют финансово-экономические нормативы, а взаимосвязь между показателями может быть установлена не прямым способом, а косвенно, на основе изучения их динамики за ряд периодов (месяцев, лет).

**Нормативный метод** планирования финансовых показателей заключается в том, что на основе заранее установленных норм и нормативов определяют потребность корпорации в денежных ресурсах и источниках их образования. Такими нормативами являются ставки налогов, тарифы взносов в государственные внебюджетные фонды, нормы амортизации основного капитала и нематериальных активов, учетная ставка банковского процента и др.

Нормативный метод планирования является самым простым и доступным. Зная норматив и объемный показатель, можно легко вычислить планируемый финансовый показатель.



**Балансовый метод** планирования финансовых показателей состоит в том, что достигается увязка имеющихся в наличии финансовых ресурсов и фактической потребности в них. Балансовый метод применяют при прогнозировании поступлений и выплат из денежных фондов (накопления и потребления), квартального плана доходов и расходов, месячного платежного баланса (календаря) и др.

Содержание метода оптимизации плановых решений сводится к составлению нескольких вариантов плановых расчетов, чтобы выбрать из них наиболее оптимальный. При этом можно использовать различные критерии выбора:

- минимум приведенных затрат;
- минимум текущих затрат;
- минимум вложения капитала при наибольшей эффективности его использования;
- минимум времени на оборот капитала, т. е. ускорение оборачиваемости авансированных средств;
- максимум приведенной прибыли.

**Метод экономико-математического моделирования** в финансовом планировании позволяет определить количественное выражение взаимосвязей между финансовыми показателями и факторами, влияющими на их величину. Данная взаимосвязь выявляется в экономико-математической модели, которая представляет собой точное описание экономических процессов с помощью математических символов и приемов (уравнений, неравенств, графиков, таблиц и др.). В модель включают только основные (определяющие) факторы. Она может базироваться на функциональной или корреляционной связи.

Корреляционная связь — это вероятностная зависимость, которая проявляется только в общем виде и при большом количестве наблюдений.

Построение экономико-математической модели финансового показателя складывается из нескольких этапов:

Изучение динамики финансового показателя за определенное время (год) и выявление факторов, влияющих на эту динамику.

Расчет модели функциональной зависимости финансового показателя от определяющих факторов (например, прибыли от объема реализации продукции);

Разработка различных вариантов прогноза финансового показателя.

Анализ и экспертная оценка возможной динамики финансового показателя в будущем.

Выбор оптимального варианта, т. е. принятие планового решения.

В экономико-математическую модель следует включать не все, а только ключевые факторы. Проверку обоснованности модели осуществляют на практике. При этом имеет значение представительность модели, т. е. длительность наблюдений за изучаемым объектом.

#### **4 Практика финансового планирования в России и за рубежом**

До 1991 г. практически все государственные предприятия разрабатывали годовой финансовый план (с поквартальной разбивкой показателей) в форме баланса доходов и расходов.

С изменением в 1992 г. правового статуса многих государственных предприятий (вследствие их приватизации), либерализации цен, принципиальных изменений в бухгалтерском учете и отчетности разработка баланса доходов и расходов в традиционной форме стала неприемлемой. Поэтому многие предприятия (особенно вновь создаваемые коммерческие организации) практически перестали составлять перспективные и текущие финансовые планы. Что касается бизнес-планов, то они только начинают разрабатываться коммерческими организациями в основном для получения иностранных инвестиций и государственной поддержки инвестиционных проектов.

Необходимо отметить, что в современных условиях нельзя просто сравнивать отечественный и зарубежный опыт в части разработки финансовых планов. Отечественный опыт находится в начальной стадии, поскольку часто отсутствуют статистические ряды показателей для проведения глубоких разработок в данной области финансовой науки. Основное отличие зарубежного опыта заключается в более широкой интерпретации термина «планирование». Под ним понимают направление деятельности корпорации, связанное с прогнозированием и бюджетированием капитала, доходов и расходов (составление бюджетов-смет). Причем прогнозирование осуществляют на более длительный период, чем в нашей стране, где он ограничивается 3-5 годами.

Система финансовых планов (бюджетов) западных корпораций включает:

■ прогноз баланса активов и пассивов;

■ прогноз отчета о прибылях и убытках;

■ прогноз отчета о движении денежных средств;

■ прогноз ключевых финансовых показателей (объема продаж, издержек производства (включая условно переменные и условно постоянные затраты), прибыли, рентабельности активов, собственного капитала и продажи товаров;

долгосрочный бюджет капитальных вложений и оценку инвестиционных проектов; долгосрочную стратегию финансирования корпорации.

В корпорациях США широко применяют модель финансового планирования (*LONCER*), построенную С. Майерсом и Р. Брейли на базе линейного программирования. Модель *LONCER* отличается от других типовых методов финансового планирования двумя важными особенностями:

Она оптимизирует финансовые решения, т. е. с помощью этой модели рассчитывают наиболее удачный финансовый план в рамках заданных ограничений. С помощью типовых финансовых моделей прогнозируют только последствия финансовой стратегии, которую избрал пользователь;

Модель построена на теоретических концепциях корпоративных финансов, а не на бухгалтерском подходе. Модель *LONCER* базируется на функционировании отлаженного рынка капитала. Ее цель - максимизация чистой приведенной стоимости компании в соответствии с принципом слагаемости стоимостей и концепцией Модильяни-Миллера, в соответствии с которой основным достоинством заемного капитала является налоговый щит, создаваемый процентными выплатами по долговым обязательствам кредиторам.

Специалисты компании могут оценивать эффективность проектов первого уровня, используя теорию оценки опционов. Например, решение о начале пилотного проекта по производству нового продукта идентично покупке опциона на производство и испытания данного продукта на коммерческой основе. Инвестиции в разработку нового изделия можно рассматривать как приобретение опциона на организацию пилотного производства этого изделия.

Таким образом, большинство финансовых моделей, применяемых финансистами западных корпораций, представляют собой имитационные модели. Они предназначены для прогнозирования последствий будущих альтернативных финансовых и инвестиционных стратегий при различных исходных ограничениях и допущениях предстоящих событий.

## 5 Виды и содержание финансовых планов

Первым этапом разработки финансового плана (оперативного или годового) является осуществление анализа финансовых показателей, взятых из бухгалтерских и статистических отчетов предприятия (корпорации) за период, предшествующий планируемому (квартал, полугодие, год). К таким показателям относятся: выручка от продажи товаров (продукции, работ, услуг), себестоимость проданных товаров, прибыль, объем капиталовложений, рентабельность активов и собственного капитала, показатели финансовой устойчивости, платежеспособности и ликвидности баланса.

Второй этап – составление специальных расчетов и таблиц к финансовому плану (расчеты бухгалтерской и чистой прибыли и ее распределение по направлениям, амортизационных отчислений, источников финансирования капиталовложений, потребности в оборотных средствах и др.).

Третий этап – разработка отчетов об исполнении финансовых планов (бюджетов). Они используются для финансового анализа и разработки планов на предстоящий период.

Рассмотрим содержание и назначение отдельных видов финансовых планов.

Составной частью бизнес-плана на действующем предприятии является *график безубыточности*. Он необходим также при создании новой фирмы, при разработке инвестиционного проекта и т. д. В процессе планирования объема реализации продукции (объема продаж) возникает необходимость определения минимальной величины этого показателя по предприятию в целом как первоначальной критической точки, ниже которой будет получен убыток. Обычно для этих целей рекомендуют строить график безубыточности (как самостоятельный финансовый расчет).

После прохождения точки безубыточности предприятие начинает получать прибыль.

График показывает влияние на прибыль объема производства и себестоимости продукции (в разбивке на условно переменные и условно постоянные издержки).

С помощью данного графика можно найти точку безубыточности, т. е. такой объем производства, при котором прямая выручка от реализации при заданном уровне цен пересечется с прямой общих издержек (себестоимостью реализованной продукции). При прохождении предприятием точки безубыточности (критической точки) в результате роста объема производства будет наконец получена прибыль.

Следующим необходимым документом является *баланс (план) доходов и расходов*, или план притока и оттока финансовых ресурсов. Состав показателей баланса определяется источником поступления средств и планируемыми расходами на осуществление хозяйственной деятельности. К балансу прилагают расчеты конечных финансовых показателей: прибыли, амортизационных отчислений, средств на потребление и накопление. Перечень показателей баланса позволяет определить состав расходов и источников их покрытия в рамках планируемого квартала (года). Так, оставшуюся в распоряжении предприятия чистую прибыль направляют на выплату дивидендов владельцам акций, финансирование капиталовложений, пополнение резервного капитала и т. д.

В *инвестиционном плане* (бюджете) отражают общий объем реальных инвестиций (капиталовложений), направления их расходования и источники финансирования.

В современных условиях наиболее перспективным является метод самофинансирования, при котором доля собственных средств в общем объеме капиталовложений должна превышать 50%.

*План распределения прибыли* — это традиционный расчет бухгалтерской и чистой прибыли. Часть необходимой работы выполняют при прогнозировании объема продаж, построении графика безубыточности, где также необходимо рассчитать выручку от реализации, ее полную себестоимость и ожидаемую прибыль.

Основным документом по управлению текущим денежным оборотом предприятия (корпорации) является *платежный баланс*.

*Кассовый план (заявка)* — план оборота наличных денежных средств предприятия, который характеризует поступления и выплаты денежных средств через кассу. Своевременная выплата наличных денег характеризует денежные отношения предприятия с его персоналом. Надлежащая постановка кассового планирования на каждом предприятии способствует стабилизации денежного обращения в стране. Оперативный контроль исполнения кассового плана возложен на финансовую службу и бухгалтерию предприятия.

*Кредитный план* — это план получения и погашения ссуд банков (включая уплату процентов за кредит)

В кредитный план включают следующие виды ссуд:

кредиты на производственные цели (на формирование основных и оборотных средств);

инвестиционные кредиты (на финансирование нового строительства или приобретение недвижимости);

кредиты на сезонные затраты производства;

сельскохозяйственные кредиты (на закупку семян, удобрений, горюче-смазочных материалов сельхозтоваропроизводителями) и др.

Значение  $K_{ec} > 1$  (коэффициент валютной самокупаемости) свидетельствует о валютной устойчивости корпорации; значение  $K_{ec} < 1$  характеризует дефицит или ограниченность валютных средств.

Коэффициент валютного самофинансирования ( $K_{дсф}$ ) свидетельствует о том, что предприятие за счет прибыли в валюте, полученной от продажи товаров (услуг), дохода от иных валютных операций, а также амортизационных отчислений от основных средств, приобретенных за валюту, возмещает свои текущие затраты в валюте.

План валютных доходов и расходов составляют на основе предполагаемого объема валютной выручки от экспортной реализации товаров в соответствии с заключенными контрактами, на базе плановых поступлений валюты от продажи их на внутреннем рынке и иных поступлений, а также предполагаемых расходов в валюте. При расчетах поступлений валютной выручки от экспорта продукции учитывают обязательную продажу части ее (50%) за рубли. Поэтому в расчет принимают только поступления на текущий валютный счет предприятия (корпорации).

В отличие от платежного баланса в *прогнозе о движении денежных средств на предстоящий квартал* их отражают по видам деятельности. Как правило, различают три вида хозяйственных операций и соответственно связанных с ними денежных потоков:

текущая (операционная) деятельность;

инвестиционная;

финансовая.

Подобная группировка дает возможность:

исследовать движение текущих денежных потоков;

оценить способность предприятия погасить свою задолженность перед кредиторами;

выплатить дивиденды владельцам акций;

изучить возможность привлечения дополнительных денежных ресурсов для реализации инвестиционных, инновационных и других программ.

*Планирование схемы финансирования оборотных активов* направлено на обеспечение необходимой потребности в них и оптимизацию структуры источников покрытия этих активов.

Процедура разработки *бюджета формирования и финансирования оборотных активов* включает расчет прогноза объемов запасов, дебиторской и кредиторской задолженности на предстоящий квартал (год).

Более детальный прогноз финансовых показателей осуществляют в процессе бюджетирования доходов, расходов и капитала предприятия (корпорации).

## **6 Цель и задачи бюджетирования**

*Бюджетирование* – это процесс разработки плановых бюджетов (смет), объединяющих планы руководства предприятий (корпораций), и в первую очередь производственные и маркетинговые планы.

*Цель бюджетирования* – обеспечение производственно-коммерческого процесса необходимыми денежными ресурсами как в общем объеме, так и по структурным подразделениям.

Для достижения этой главной цели должны быть решены основные *задачи бюджетирования*:

установление объектов бюджетирования;

разработка системы бюджетов – операционных и финансовых;

расчет соответствующих показателей бюджетов;

вычисление необходимого объема денежных ресурсов, обеспечивающих финансовую устойчивость, платежеспособность и ликвидность баланса предприятия;

расчет величины внутреннего и внешнего финансирования; выявление резервов дополнительного привлечения средств;

прогноз доходов и расходов, а также капитала предприятия на предстоящий период (квартал, год).

В общей системе бюджетов выделяют основной (консолидированный) и локальные бюджеты.

«*Основной бюджет* – это финансовое, количественно определенное выражение маркетинговых и производственных планов, необходимых для достижения поставленных целей».

*Локальные бюджеты* служат исходной информационной базой для составления основного бюджета. Главной причиной, по которой предприятия теряют значительную часть своих доходов, не составляя основной бюджет, является отсутствие достоверных сведений о своих покупателях и рынке сбыта. В результате возникают трудности в прогнозировании реального объема продаж продукции (работ, услуг). С позиции оптимизации доходов значение имеет не только правильное составление основного бюджета на предстоящий год, но и систематический контроль его выполнения, что помогает минимизировать непредвиденные финансовые потери.

Процесс бюджетирования имеет непрерывный или скользящий характер. Скользящее бюджетирование гарантирует непрерывность системы оперативного планирования финансовой деятельности предприятия (корпорации)

*Финансовое управление* – процесс упорядоченных действий по формированию рациональной структуры управления и контроля. Процесс финансового управления предполагает создание единого информационного поля и постановку системы планирования, учета, анализа и контроля над движением денежных средств.

*Центр ответственности* - это набор статей бюджета предприятия (объединенных по общему признаку), за планирование и выполнение которых несет ответственность один из менеджеров предприятия или руководитель структурного подразделения (филиала). В рамках процесса бюджетирования руководитель центра ответственности отвечает за:

организацию планирования и нормирования вверенных ему статей доходов и расходов;

правильность планирования соответствующих статей бюджета;

контроль выполнения статей бюджета;

принятие решений по устранению отклонений плановых статей бюджета от фактических параметров (если такое отклонение превышает 5%).

*Центр финансового учета (ЦФУ)* – структурное подразделение, осуществляющее ряд основных и вспомогательных видов деятельности и способное оказать воздействие на доходы или расходы от данной деятельности

В состав ЦФУ включают:

профит-центр, деятельность которого связана с подразделениями, генерирующими прибыль (например, цех с законченным циклом производства продукта, транспортный цех и т. д.);

центр затрат, деятельность которого связана со структурными подразделениями, не приносящими прибыль (например, отделы снабжения и комплектации, вспомогательные и обслуживающие хозяйства);

венчур-центр, деятельность которого связана с подразделениями, от которых ожидают прибыль в будущем.

Таким образом, бюджетирование предоставляет руководству предприятия (корпорации) следующие преимущества:

служит инструментом планирования и контроля;

повышает эффективность принятия управленческих решений;

позволяет четко распределить ответственность и полномочия руководителей подразделений и специалистов;

повышает объективность оценки деятельности структурных подразделений и филиалов

## **7 Классификация и содержание оперативных бюджетов**

Система бюджетирования на любом предприятии состоит из двух подсистем:

бюджетов структурных подразделений, составляемых по центрам ответственности (центрам финансового учета);

сквозного бюджета, характеризующего деятельность предприятия в целом.

Бюджеты подразделяют также на операционные и финансовые.

*Операционный бюджет* – это бюджет доходов и расходов, базой для разработки которого являются более частные бюджеты: продажи товаров; прочих доходов; производства; затрат на материалы и энергию; оплаты труда; амортизации основных средств и нематериальных активов; общепроизводственных и общехозяйственных расходов, налоговый и др.

*Финансовый бюджет* состоит из бюджета движения денежных средств и прогнозного баланса активов и пассивов (бюджета по балансовому листу).

Составление бюджета доходов и расходов является отправной точкой процесса сквозного бюджетирования на любом предприятии. Данный бюджет представляет собой расчетную оценку доходов и расходов, а также их структуру на предстоящий период. Доходную и расходную часть бюджета исчисляют отдельно, а затем сводят в единую таблицу. Доходную часть бюджета разделяют на три составляющие: доходы от реализации продукции (работ, услуг); доходы от прочей текущей деятельности и доходы по финансовой деятельности. Расходная часть состоит из текущих расходов, связанных с производством и сбытом продукции; расходов на выплату налогов и взносов в государственные социальные внебюджетные фонды; расходов по финансовой деятельности

Концентрация всех видов планируемых денежных потоков получает отражение в специальном плановом документе – *бюджете движения денежных средств*. Основной целью разработки этого бюджета является прогнозирование во времени денежных потоков предприятия в разрезе отдельных видов его хозяйственной деятельности и обеспечение платежеспособности на приемлемом уровне (исключение кассовых разрывов) в течение всего планового периода.

В более широкой интерпретации назначение бюджета движения денежных средств состоит в следующем:

обеспечение платежеспособности компании;

анализ взаимосвязи полученного финансового результата и изменения величины денежных средств;

проведение эффективной политики в области привлечения заемных средств;

выявление размеров и контроль динамики положительного и отрицательного сальдо денежных средств как по предприятию в целом, так и по каждому центру финансового учета;

осуществление учета, анализа, контроля и планирования денежных потоков компании в целом и образующих ее центров финансового учета.

На предприятии бюджетирование обычно проводится в несколько этапов:

Разработка «Положения о бюджетировании движения денежных средств».

Организация работы подсистемы оперативного финансового учета для целей информационного обеспечения исполнения данного бюджета.

Организация работы (с привлечением экономических служб предприятия) по финансовому планированию движения денежных средств.

Сравнительно новым в практике финансового планирования на предприятиях России является составление *планового баланса активов и пассивов на конец прогнозного периода*. Разработка данного баланса (бюджета по балансовому листу) в разрезе укрупненной номенклатуры статей может оказать существенное влияние на пересмотр финансовой стратегии предприятия. Если предварительные расчеты показывают, что не достигается необходимая ликвидность и финансовая устойчивость предприятия, то возможны значительные корректировки чистой прибыли, направляемой на цели накопления и выплату дивидендов.

Прогнозный баланс позволяет:

выявить возможные неблагоприятные для предприятия последствия финансовых решений, принимаемых на планируемый период;

проверить математическую правильность процесса бюджетирования в целом, например достоверность составления бюджета движения денежных средств;

осуществить анализ финансового состояния предприятия в будущем на основе расчета финансовых коэффициентов по балансовым статьям и оценить их уровень с позиции требований финансового рынка; установить будущую структуру капитала и имущества (активов) предприятия.

Отличительной особенностью данного этапа бюджетирования является то, что некоторые показатели баланса получают в результате разработки бюджетов доходов и расходов и движения денежных средств (например, денежные средства). Ряд показателей берут из предыдущего баланса (например, уставный капитал, добавочный капитал). Некоторые параметры присутствуют в скрытом виде (например, прогноз движения материальных ценностей на складе). Однако для ряда статей прогнозного баланса требуются специальные расчеты, например для готовой продукции на складе, незавершенного производства, НДС по приобретенным материальным ценностям, дебиторской задолженности и др.

# СОДЕРЖАНИЕ ФИНАНСОВОЙ РАБОТЫ И КОНТРОЛЯ В КОРПОРАЦИИ

## 1 Содержание финансовой работы

Финансовую работу в корпорациях осуществляют специальная финансовая служба или бухгалтерия.

Назначение финансовой службы:

обеспечение производственно-коммерческой деятельности денежными ресурсами, т. е. постоянной платежеспособности корпорации и ликвидности ее баланса;

обеспечение роста доходности активов (имущества), собственного капитала и продаж;

осуществление расчетов и выполнение финансовых обязательств перед государством и партнерами (юридическими и физическими лицами);

разработка оперативных (текущих) и долгосрочных финансовых планов (бюджетов);

контроль над рациональным движением денежных ресурсов (денежными потоками).

Финансовая работа в корпорации осуществляется по трем основным направлениям. Это:

Финансовое планирование (бюджетирование доходов, расходов и капитала).

Оперативная (текущая) деятельность по управлению денежным оборотом.

Контрольно-аналитическая работа.

**Финансовое планирование** заключается в разработке и анализе выполнения различных видов финансовых планов (бюджетов).

В соответствии с Методическими рекомендациями Минэкономразвития РФ по разработке финансовой политики предприятия от 01.10.97 бюджеты составляют по структурным подразделениям (центрам ответственности) и по предприятию в целом. Для организации системы бюджетирования Минэкономразвития РФ рекомендует создавать следующие центры ответственности:

по доходам, включая управление коммерческой и маркетинговой деятельностью;

по расходам, включая управление производством, снабжением и ремонтом основных средств;

по прибыли, включая управление финансовой деятельностью;

по инвестициям, куда входит управление техническим развитием и персоналом предприятия.

Бюджеты подразделяются на операционные и финансовые. В состав *операционных бюджетов* включают:

бюджет продаж;

бюджет производства;

бюджет производственных запасов;

бюджет затрат на материалы и энергию;

бюджет расходов на оплату труда;

бюджет амортизационных отчислений;

*Финансовые бюджеты:*

бюджет движения денежных средств;

бюджет по балансовому листу (прогнозного баланса активов и пассивов);

бюджет формирования оборотных активов и источников их финансирования;

капитальный (инвестиционный) бюджет.

*Центр финансового учета* – объект финансовой структуры предприятия, включающий одно или несколько подразделений, деятельность которых может быть выражена способом управленческого учета (независимо от других подразделений).

Управление бюджетированием начинают с назначения директора по бюджету. Директором по бюджету обычно назначают финансового директора (вице-президента по экономике и финансам в акционерном обществе). Комитет по бюджету – постоянно действующий орган, который занимается проверкой стратегических и финансовых планов, дает рекомендации и разрешает спорные вопросы, возникающие в процессе разработки и утверждения бюджетов.

**Оперативная финансовая работа** заключается в обеспечении регулярных денежных взаимоотношений с партнерами (контрагентами) корпорации:

поставщиками материальных ценностей и услуг (оплата закупок, управление производственными запасами и др.);

покупателями готовой продукции и услуг (получение платежей и управление дебиторской задолженностью);

бюджетной системой государства;

персоналом (оплата труда, социальные и дивидендные выплаты);

банками, страховыми компаниями, инвестиционными фондами и др.;

арбитражным судом в случае возникновения претензий и т. д.

Финансовой службе необходимо рассмотреть задолженность, выраженную в векселях, рассчитав при этом дисконтные суммы по ним как для получения, так и для уплаты. Эту работу выполняют совместно с бухгалтерией.

Наиболее общие рекомендации по управлению дебиторской задолженностью включают следующее:

- контроль состояния расчетов с покупателями, особенно по отсроченной (просроченной) задолженности;
- ориентацию на большее число покупателей с целью снижения риска неуплаты одним или несколькими крупными контрагентами;
- анализ соотношения между дебиторской и кредиторской задолженностью. Превышение суммы расчетов с дебиторами над величиной расчетов с кредиторами создает угрозу финансовой устойчивости предприятия в будущем и приводит к необходимости привлечения дополнительных (как правило, более дорогих) источников финансирования;
- использование способа предоставления скидок при досрочной оплате товара (например, покупатель получает 2%-ную скидку с цены товара при его оплате в 10-дневный срок и оплачивает его полную стоимость начиная с 11-го дня договорного периода);
- понижение суммы дебиторской задолженности на величину безнадежных долгов;
- отслеживание задолженности по видам продукции для определения невыгодных с точки зрения инкассации денежной наличности товаров;

заключение договоров с покупателями с гибкими условиями сроков и формы оплаты (предоплата, частичная предоплата, передача товара на ответственное хранение до момента оплаты, выставление промежуточного счета на сумму процентов по каждому кредитному договору за период пользования ссудой, а также источники их выплаты с учетом порядка и условий налогообложения прибыли).

Контрольно-аналитическая работа заключается в осуществлении систематического контроля над исполнением консолидированного и локальных бюджетов, над структурой капитала, использованием основных и оборотных средств, платежеспособностью и ликвидностью баланса корпорации. Организует финансовую работу на предприятиях различных форм собственности финансовый директор или главный директор

## **2 Обязанности финансового менеджера (директора)**

В современной структуре акционерного общества (корпорации) управление финансами осуществляет главный финансовый менеджер (директор).

*Стратегия управления компанией* – это определение долгосрочных целей ее развития и факторов повышения доходности и ликвидности с учетом возможных изменений рыночной конъюнктуры. Стратегические решения (выбор вариантов) создают основу для принятия правильных оперативных решений по управлению финансовыми ресурсами корпорации.

Одна из основных целей любой компании - укрепление позиций на рынке товаров и услуг. Эта цель достигается путем повышения объема продаж и прибыли, что зависит от трех основных факторов:

- от типа компании;
- от настоящего и перспективного положения на рынке товаров и услуг;
- от поведения и целей собственников (владельцев) компании.

Цели корпорации определяются непосредственными обладателями ресурсов (владельцами). Однако цели собственников (акционеров) могут противоречить целям менеджеров корпорации. Менеджеры, являясь наемными служащими компании, стремятся увеличить общий объем продаж и прибыли (для поддержания высокого имиджа компании), конечно, с учетом емкости данного сегмента рынка. Собственники преследуют цель максимизации прибыли для получения большего дивиденда на принадлежащие им акции, что не всегда возможно. Собственники и менеджеры по-разному относятся к риску.

Ключевые должности в структуре финансового менеджмента западных промышленных корпораций занимают:

- главный финансовый менеджер (руководитель штаба по управлению финансами);
- финансовый управляющий – казначей;
- главный бухгалтер – контролер.

Таким образом, комплексная работа по принятию финансовых и инвестиционных решений предполагает использование всего набора рыночных инструментов привлечения денежных ресурсов для организации производственно-торгового процесса в корпоративной группе.



Финансовые инструменты подразделяют на *первичные* (денежные средства, ценные бумаги, дебиторская и кредиторская задолженность по текущим операциям и др.) и *вторичные*, или производные (опционные, форвардные и фьючерсные контракты).

На небольших предприятиях роль финансового директора выполняет руководитель или по его поручению главный бухгалтер.

Финансовый директор использует следующие методы управления корпорацией: планирование, самофинансирование, кредитование, страхование, самострахование (образование резервов), налогообложение, систему безналичных расчетов, систему амортизационных отчислений, финансовые поощрения и санкции, трастовые, залоговые, лизинговые, факторинговые и иные операции. Перечисленные методы предполагают использование специальных приемов управления корпоративными финансами: кредиты, займы, процентные ставки, дивиденды, котировки курса ценных бумаг и валют, дисконт и др.

Стратегической целью финансового директора является обеспечение денежными ресурсами процесса производства и продажи товаров (продукции, работ, услуг). Он должен составить прогноз финансового состояния корпорации на ближайшее будущее (квартал, год) и на более отдаленную перспективу (далее календарного года). В соответствии с этой задачей разрабатывается стратегия формирования и использования финансовых ресурсов на цели развития акционерной компании и выплату дивидендов. Стратегические разработки финансового директора предполагают обязательный прогноз возможного изменения государственной политики в финансово-кредитной сфере с точки зрения соответствия такой политики целям и задачам корпорации.

### **3 Корпоративный финансовый контроль**

Контроль является одной из завершающих стадий управления корпоративными финансами, выступая в то же время необходимым условием управления ими.

Финансовый контроль - это метод управления финансовыми ресурсами хозяйствующих субъектов. В западной экономической литературе внутрифирменный контроль часто отождествляют с аудитом.

Под *аудитом* обычно понимается ежегодная независимая проверка бухгалтерской отчетности компании, проводимая в интересах ее акционеров. Аудит, однако, предусматривает более широкое применение, чем только проверка бухгалтерской отчетности. Внутренний аудит представляет собой действенный инструмент управления, позволяющий определить отклонения от утвержденных планов, норм и стандартов. Внутренний аудит призван помочь руководству реально оценить позитивные и негативные аспекты деятельности корпорации.

Западные экономисты выделяют следующие принципы внутрифирменного финансового контроля:

**Разделение обязанностей.** Ответственность между служащими компании распределяют так, чтобы никто не нес ответственности за операцию в целом. Таким образом, лицо, разрешающее операцию, не несет ответственности за участвующие в ней активы и за регистрацию данной операции.

**Разрешение и одобрение.** Этот принцип заключается в том, что все операции должны быть одобрены главным финансовым менеджером (директором) корпорации с опорой на те объемы денежных средств, на отпуск которых он имеет полномочия. Основная идея в данном случае состоит в том, что работа каждого лица проверяется другим лицом без какого-либо дублирования. В акционерных обществах работа Правления проверяется Советом директоров и ревизионной комиссией. Физический контроль заключается в праве допуска проверяющего к активам и документам компании.

**Важность свидетельства.** Основной частью системы контроля является свидетельство выполнения работы, заверенное подписью контролера, который должен поставить свою подпись, подтверждающую, что работа выполнена качественно. Без таких свидетельств невозможно определить, что система контроля работает в запланированном режиме.

**4. Ограниченная система контроля.** Теоретические аспекты финансового контроля не всегда применимы на практике. Успех системы контроля зависит от проверяющих, а они могут уставать и быть не во всем компетентными. Контроль не эффективен, если возникает сговор между служащими компании. Поэтому даже самые лучшие системы контроля не гарантируют полного успеха, хотя риск неудач понижается, если контроль осуществляют высококвалифицированные специалисты. В связи с этим руководство обязано регулярно проверять качество работы контролеров, точность выявления ими слабых мест и своевременность обнаружения ошибок.

Важным объектом финансового контроля являются финансовые показатели бюджетов компании. Для осуществления контроля исполнения бюджетов Министерство экономического развития РФ рекомендует использовать двухуровневую систему.

Нижний уровень – контроль исполнения бюджетов структурных подразделений компании. Такой контроль осуществляют их руководители.

Верхний уровень – контроль исполнения бюджетов структурных подразделений компании. Его проводят финансово-экономические службы и бухгалтерия компании.

Ключевыми элементами системы контроля являются:

объекты контроля – бюджеты структурных подразделений;

предметы контроля – отдельные показатели бюджетов (соблюдение лимита фонда оплаты труда, расходов сырья, материалов и энергии и т. д.);

технология контроля бюджетов – осуществление процедур, необходимых для определения отклонения фактических показателей бюджетов от плановых в абсолютных суммах и в относительном выражении (процентах);

субъекты контроля – структурные подразделения и экономические службы компании.

Наряду с бюджетным важным элементом корпоративного контроля является *финансовый анализ бухгалтерской отчетности*, который включает следующие виды анализа:

горизонтальный;

вертикальным;

трендовый;

финансовых коэффициентов (финансовой устойчивости, платежеспособности, ликвидности баланса, рентабельности активов, собственного капитала и продаж, оборачиваемости активов);

сравнительный (пространственный);

факторный.

Анализ бухгалтерской отчетности выражается в исследовании абсолютных показателей, представленных в этой отчетности. В процессе такого анализа устанавливают состав и структуру имущества корпорации, ее финансовые вложения, источники образования собственного капитала, изучают связи с поставщиками и покупателями, определяют объем и источники привлеченных средств, оценивают объем выручки от продаж и прибыли. Устанавливают долю чистой прибыли в выручке от реализации продукции, т. е. величину налоговой нагрузки на корпорацию.

*Метод финансовых коэффициентов* характеризует соотношение между показателями бухгалтерской отчетности, а также взаимосвязи между ними. При проведении анализа следует учитывать следующие факторы:

эффективность применяемых методов планирования;

достоверность бухгалтерской отчетности;

использование различных методов учета (учетной политики);

уровень диверсификации хозяйственной деятельности предприятий-конкурентов;

статичность применяемых коэффициентов и др.

## Основные модели классического финансового инвестирования

1. *Discounted Cash Flow*

2. Теория структуры капитала

3. Влияние политики выплаты дивидендов на курсы акций корпораций

4. Теория портфеля и оценка доходности финансовых активов (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*)

5. Теория ценообразования опционов Ф. Блека и М. Шоулза

6. Теория эффективного рынка (*Efficient Markets Hypothesis, EMH*)

7. Арбитражная модель требуемой доходности (*Arbitrage Pricing Theory, APT*)

## Анализ дисконтированного денежного потока (*Discounted Cash Flow*)

Поскольку все финансовые и инвестиционные решения связаны с оценкой прогнозируемых потоков денежных средств, анализ *DCF* имеет практическое значение. Концепция *DCF* была разработана Д. Б. Уильямсом, М. Д. Гордон первым применил этот метод для управления финансами корпораций. Анализ *DCF* основан на концепции временной стоимости денег.

Формула расчета дисконтированного денежного потока имеет вид:

$$DCF = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Где,  $CF_t$  - денежный поток за период  $t$ ,  $r$  - ставка дисконтирования (чаще используется WACC),  $n$  - количество периодов, по которым возникают денежные потоки.

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

$$FV = DCF \cdot (1+i)^n$$

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

CF = Cash Flow

r = discount rate (WACC)

**Коэффициент дисконтирования** используется для приведения будущих доходов к текущей стоимости за счет перемножения коэффициента дисконтирования и потоков платежей. Ниже показана формула расчета коэффициента дисконтирования:

$$k_d = \frac{1}{(1+r)^i};$$

где: r – ставка дисконтирования, i – номер временного периода.

Ключевым элементом в формуле дисконтирования денежных потоков является ставка дисконтирования. Ставка дисконтирования показывает, какую норму прибыли следует ожидать инвестору при вложении в тот или иной инвестиционный проект. Ставка дисконтирования использует множество факторов, которые зависят от объекта оценки, и может в себя включать: инфляционную составляющую, доходность по безрисковым активам, дополнительную норму прибыли за риск, ставку рефинансирования, средневзвешенную стоимость капитала, процент по банковским вкладам и т.д.

Коэффициент дисконтирования (r) всегда меньше единицы, так как в ином случае деньги сегодня стоили бы меньше, чем завтра. При любом анализе дисконтированного денежного потока (*DCF*) необходимо использовать ставку дисконта, учитывающую альтернативные затраты капитала.

Альтернативные издержки (*Opportunity Costs, OC*) — это разница между результатами реально осуществленного и возможного (желаемого) инвестирования с учетом постоянных издержек и издержек исполнения финансовой операции.

Данная концепция базируется на том, что сегодняшняя денежная единица имеет большую ценность по сравнению с денежной единицей, которая может быть получена через определенное время. Это связано с тем, что денежная единица может быть инвестирована сегодня в материальные или финансовые активы для получения дополнительного дохода в будущем. Анализ денежных потоков (*DCF*) включает следующие этапы:

- ♦ расчет величины прогнозируемых денежных потоков (*Future Value, FV*);
- ♦ оценка степени риска денежных потоков;
  - включение уровня риска финансовых активов в инвестиционный анализ;
  - определение настоящей (приведенной) стоимости денежного потока (*Present Value, PV*).

Дисконтирование денежных потоков (*Discounted cash flow, DCF*) – это наиболее универсальный метод, позволяющий определить настоящую стоимость денежных средств путем расчета его стоимости в зависимости от ожидаемых доходов в будущие периоды, приведенных к текущему периоду.

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

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{NCF_i}{(1+r)^i}$$

где: PV – текущая стоимость, ден. ед.;

FV – будущая стоимость, ден. ед.;

$r$  – ставка дисконтирования, доли ед./период; (чаще используется WACC)

$i$  – количество периодов с даты оценки (даты, к которой приводятся стоимости потоков) до даты возникновения потока, ед.

### 2.1.2. Теория структуры капитала сам раб

Эта теория помогает ответить на вопросы, каким образом корпорация должна сформировать необходимый ей капитал, следует ли ей прибегать к заемным средствам или достаточно ограничиться акционерным капиталом. Авторы данной теории — Ф. Модильяни и М. Миллер. Они исходили из идеального рынка капитала (с нулевым налогообложением), где стоимость компании зависит не от структуры капитала, а исключительно от принятых ею решений по инвестиционным проектам. Данные решения определяют будущие денежные потоки и уровень их риска.

Основная идея авторов заключается в следующем. Если деятельность корпорации более выгодно финансировать за счет заемного капитала (вместо собственных источников средств), то владельцы акций компании со смешанной структурой капитала вправе продать часть ее акций и приобрести акции эмитента, не пользующегося заемным капиталом. Дефицит средств у такой компании восполняют за счет заемного капитала.

Финансовые операции с ценными бумагами корпораций с относительно высоким и относительно низким удельным весом заемного капитала позволяют в конечном итоге выравнивать цены на акции таких компаний. Следовательно, исходя из теории Ф. Модильяни и М. Миллера стоимость акций корпорации не связана с соотношением между собственным и заемным капиталом.

### 2.1.3. Влияние политики выплаты дивидендов на курсы акций корпораций

Эту проблему также исследовали Ф. Модильяни и М. Миллер. Наряду с предпосылкой о наличии идеального рынка капитала они предлагают следующие допущения:

- политика выплаты дивидендов не влияет на инвестиционный бюджет компании;
- поведение всех инвесторов является рациональным.

Приняв данные условия, Ф. Модильяни и М. Миллер пришли к выводу, что политика выплаты дивидендов и структура капитала не влияют на стоимость компании. Это означает, что каждая денежная единица, направленная сегодня на выплату дивидендов, понижает величину нераспределенной прибыли, предназначенной для инвестирования в новые активы, и данное уменьшение может быть компенсировано за счет дополнительной эмиссии акций. Новым владельцам акций необходимо будет выплачивать дивиденды, и эти выплаты снизят приведенную стоимость ожидаемых дивидендов для прежних собственников на величину, равную сумме дивидендов, полученных ими в текущем году. Следовательно, каждая денежная единица полученных дивидендов лишает акционеров будущих доходов на эквивалентную в дисконтированном периоде величину. По данной теории, акционерам будет безразличен выбор между получением дивидендов на одну денежную единицу сегодня и получением их в будущем, так как приведенная стоимость составит ту же денежную единицу. Таким образом, дивидендная политика не окажет никакого влияния на цену акций корпорации.

### 2.1.4. Теория портфеля и оценка доходности финансовых активов (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*)

Данная теория разработана Г. Марковицем, У. Шарпом и Д. Линтнером. Постулаты этой теории следующие:

- структура фондового портфеля влияет на степень риска собственных ценных бумаг компании;
  - требуемая инвесторами доходность (прибыльность) акций зависит от величины этого риска;
  - для минимизации риска инвесторам целесообразно объединить рискованные финансовые активы в инвестиционный портфель;
  - уровень риска по каждому виду активов следует измерять не изолированно от остальных активов, а с точки зрения его влияния на общий уровень риска диверсифицированного портфеля.
- Теория *CAPM* основана на предположении идеального рынка капитала, равнодоступности информации для всех инвесторов, отсутствия транзакционных издержек для всех инвесторов. Согласно данной теории, требуемая доходность для любого вида финансовых активов зависит от трех факторов:
- безрисковой доходности по государственным ценным бумагам;
  - средней доходности на фондовом рынке в целом;
  - индекса изменения доходности данного финансового актива (акции) по отношению к средней доходности на рынке ценных бумаг в целом.

Следовательно, модель *SAPM* имеет важное практическое значение для определения общей цены капитала корпорации и требуемой нормы доходности для отдельных видов финансовых активов, включаемых в ее инвестиционный портфель.

### 2.1.5. Теория ценообразования опционов Ф. Блека и М. Шоулза

Согласно этой теории, опцион представляет собой право, но не обязательство, приобрести или продать финансовые активы (акции) по заранее согласованной цене в течение зафиксированного в договоре срока. Опцион может быть реализован или не реализован по решению его владельца. Важной особенностью опциона является то, что держатель может в любой момент отказаться от его исполнения. Цель подобного контракта — защита от финансового риска и получение определенного дохода.

Опцион бывает двух видов: пут (*put*) — опцион на право продажи, и колл (*call*) — опцион на покупку. У владельца колла имеется право (но не обязательство) приобрести финансовые активы по фиксированной цене, называемой ценой исполнения опциона, на определенное время. Владелец пута обладает правом (но не обязательством) продать финансовый актив по твердой цене на определенное время. Акт покупки или продажи финансовых инструментов с применением опционного контракта называют исполнением опциона.

Специфика опциона состоит также в том, что в сделке купли-продажи, где опцион выступает объектом этой сделки, покупатель приобретает не статус собственности (акции), а право на его приобретение. Внебиржевой оборот опционов более ограничен, чем внебиржевой рынок акций. Это связано со следующими факторами:

- опционы в отличие от акций имеют ограниченный контрактом срок существования;

- цена опционов не стабильнее стоимости акций, которую они представляют (т. е. акций, на которые их выписывают).

Следовательно, операции с опционами осуществляют также в целях получения прибыли на разнице в курсах либо для хеджирования, т. е. фондового страхования своих акций.

### 2.1.6. Теория эффективного рынка (*Efficient Markets Hypothesis, EMH*)

Эффективный рынок — это такой рынок, в ценах на товары которого учтена вся известная информация о финансовых активах. Наличие достоверной экономической информации позволяет субъектам рыночных отношений максимизировать доход (прибыль) от финансовых операций. Для обеспечения информационной эффективности рынка необходимо выполнение следующих условий:

- информация доступна для всех участников рынка, и ее получение не связано с какими-либо расходами;

- отсутствуют трансакционные (брокерские) издержки, налоги и другие факторы, препятствующие совершению сделок;

- сделки, совершаемые отдельными юридическими и физическими лицами, не могут существенно влиять на уровень цен на финансовые активы;

- все субъекты рынка действуют рационально, стремясь максимизировать доход (прибыль) от финансовых операций.

Очевидно, что эти условия не соблюдаются ни на одном реальном финансовом рынке, так как для получения информации необходимы время и денежные затраты. Поэтому существуют варианты модели *ЕМН*: например, для слабой формы эффективности, сильной формы эффективности, для компромисса между риском и доходностью финансовых активов и других. Ввиду невыполнения указанных четырех условий необходимо различать идеальную информационную эффективность рынка и его экономическую информационную эффективность.

### 2.1.7. Арбитражная модель требуемой доходности (*Arbitrage Pricing Theory, APT*)

Еще одним методом оценки доходности инвестиционного портфеля является арбитражная теория С. Росса (*APT*), которая предполагает, что доходность акций частично зависит от макроэкономических и частично от внутренних факторов, влияющих на недиверсифицируемый риск. Одним из таких факторов может быть доходность рыночного портфеля. В модели *APT* присутствует идея компенсации высокого уровня риска по сравнению с безрисковыми активами.

Если есть безрисковый финансовый актив для инвестирования ( $K$ ), то в этом случае:

- за более высокий уровень риска инвесторы требуют большей доходности от своих вложений;

- реализация высокой доходности означает влияние факторов риска.

Инвесторы могут получить прибыль, занимая по безрисковой доходности и инвестируя в рискованные финансовые активы. Без риска получают арбитражную прибыль (например, от владения казначейскими векселями правительства США). Под арбитражем понимают прибыль от короткой безрисковой операции

(займа) — инвестирования на финансовом рынке. Операция арбитража будет осуществляться до тех пор, пока ожидаемая премия за риск не станет нулевой. Например, при инвестировании в рисковый финансовый актив «D» увеличение риска по сравнению с безрисковым вариантом должно быть компенсировано ростом доходности.

Итак, арбитражная модель оценки финансовых активов базируется на следующих предпосылках:

каждый инвестор стремится использовать возможность увеличения доходности своего портфеля без повышения риска. Такую возможность обеспечивает ему арбитражная модель;

доходность ценной бумаги зависит от ряда неизвестных факторов;

ценные бумаги или инвестиционные портфели с одинаковой чувствительностью к факторам ведут себя идентично, т. е. обеспечивают равную доходность; в ином случае появилась бы арбитражная прибыль. Арбитражная модель не определяет конкретное число факторов и их значимость для данной ценной бумаги, поскольку для каждой из них определяющими будут свои факторы.

Обычно предлагают три группы факторов, включаемых в арбитражную модель:

показатели общей экономической активности — темп роста ВВП, объем промышленного производства и др.;

показатели, характеризующие инфляцию (темп и индекс инфляции);

показатели, отражающие величину и динамику процентной ставки (учетная ставка Банка России; средняя депозитная ставка; средняя норма доходности эмиссионных ценных бумаг на фондовом рынке, а также их ожидаемое изменение).

В условиях стабилизации фондового рынка и предсказуемости макроэкономической ситуации в России использование арбитражной модели для оценки будущей доходности инвестиционного портфеля станет не только возможным, но и необходимым условием его формирования для каждого инвестора

## **Тема 6 Оценка реальных инвестиций**

1. Методы оценки инвестиционных проектов.

2. Анализ инвестиционных проектов в условиях инфляции и риска.

Сущность анализа инвестиций заключается в сопоставлении затрат ресурсов с достигнутыми результатами в %-х.

Если затраты становятся нерентабельными (недоходными), то они бесполезны чаще всего.

1. Методы оценки инвестиционных проектов.

Инвестиции - денежные средства, ценные бумаги, имущество или имущественные права, НМА, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской деятельности с целью получения прибыли и (или) достижения другого положительного социального эффекта.

Инвестиции бывают реальные и финансовые.

Реальные:

- Имущественные - вложение в создание, реконструкцию, техническое перевооружение ОС (фондов), вложения для пополнения материальных запасов.

- Нематериальные - вложения в подготовку кадров, вложения в НИОКР, приобретение патентов, лицензий, товарных марок.

Финансовые - приобретение ценных бумаг, приобретение драг. металлов и камней, операции с валютой, участие в других предприятиях.

При оценке инвестиций сравниваются объемы инвестиций и денежные поступления от них.

Необходимо также учитывать следующие принципы:

- Оценка возвращаемого капитала производится на основе показателя денежного потока, который формируется за счет чистой прибыли и амортизации.

- Обязательное приведение к настоящей стоимости как инвестируемого капитала (IC), так и суммы денежного потока (P).

- Выбор ставки процента (коэффициент дисконтирования) в процессе дисконтирования денежного потока. Коэффициент дисконтирования характеризует тот процент возврата, который хочет или может иметь инвестор на вложенный капитал.

## **Методы оценки эффективности инвестиционных проектов**

В системе управления использованием капитал и в процессе реального инвестирования оценка эффективности инвестиционных проектов представляет собой один из наиболее ответственных этапов. От того, насколько объективно и всесторонне проведена эта оценка, зависят сроки возврата вложенного капитала, дополнительный размер получаемой прибыли хозяйствующим субъектом в предстоящем периоде.

В мировой практике для оценки эффективности инвестиционных проектов применяются следующие принципы и методические подходы.

Оценка эффективности реальных инвестиционных проектов должна осуществляться на основе сопоставления объема инвестиционных затрат, с одной стороны, и сумм и сроков возврата инвестированного капитала – с другой.

Оценка объема инвестиционных затрат должна охватывать всю совокупность используемых ресурсов, связанных с реализацией проекта. В процессе оценки должны быть учтены все затраты денежных средств: собственных и заемных, материальных и нематериальных активов, трудовых и других видов активов.

Оценка возврата инвестируемого капитала должна осуществляться на основе показателя «чистого денежного потока». Этот показатель формируется за счет сумм чистой прибыли и амортизационных отчислений в процессе эксплуатации инвестиционного проекта.

В процессе оценки суммы инвестиционных затрат капитала и чистого денежного потока должны быть приведены к настоящей стоимости (за исключением первого этапа).

Выбор дисконтной ставки в процессе приведения отдельных показателей к настоящей стоимости должен быть дифференцирован для различных инвестиционных проектов. При этом должны быть учтены уровень риска, ликвидности и другие индивидуальные характеристики реального инвестиционного проекта.

Рассмотрим *методы оценки эффективности реальных инвестиционных проектов* на основе различных показателей.

*Чистый приведенный доход* представляет собой разницу между приведенными к настоящей стоимости суммой чистого денежного потока за период эксплуатации инвестиционного проекта и суммой инвестиционных затрат на его реализацию.

*Расчет этого показателя осуществляется по формуле*

$$ЧПД = ЧДП - ИЗ, \quad (4)$$

где *ЧПД* – сумма чистого приведенного дохода по инвестиционному проекту;

*ЧДП* – сумма чистого денежного потока за весь период эксплуатации инвестиционного проекта (если полный период эксплуатации проекта определить сложно, его принимают в расчетах в размере 5 лет);

*ИЗ* – сумма инвестиционных затрат на реализацию инвестиционного проекта.

Показатель «чистый приведенный доход» может быть использован не только для сравнительной оценки эффективности реальных инвестиционных проектов, но и как критерий целесообразности их реализации. Инвестиционный проект, по которому показатель чистого приведенного дохода является отрицательной величиной или равен нулю, должен быть отвергнут, так как он не принесет предприятию дополнительный доход на вложенный капитал. Инвестиционные проекты с положительным значением показателя чистого приведенного дохода позволяют увеличить капитал предприятия и его рыночную стоимость.

*NPV (чистая приведенная стоимость)* является одним из основных показателей, с помощью которого можно оценить эффективность инвестиционного проекта. Суть данного метода заключается в сопоставлении величины исходной инвестиции (*IC*) с общей суммой дисконтированных чистых денежных поступлений, генерируемых ею в течение прогнозируемого срока

Если  $NPV \leq 0$ , то данный инвестиционный проект не обеспечивает покрытие будущих расходов или обеспечивает только безубыточность и его следует отклонить от дальнейшего рассмотрения.

Если  $NPV > 0$ , то Проект привлекателен для инвестирования и требует дальнейшего анализа.

Если  $NPV_1 > NPV_2$ , то Инвестиционный проект (1) более привлекателен по норме приведенного дохода, чем второй проект (2)

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

*CF* – денежные поступления от реализации проекта;

*r* – ставка дисконтирования;

*n* – срок инвестирования (продолжительность проекта);

*IC* – величина первоначальной инвестиции.

*Индекс (коэффициент) доходности* позволяет сопоставить объем инвестиционных затрат с предстоящим чистым денежным потоком по проекту.

*Расчет показателя производится по формуле*

$$ИД = ЧДП : ИЗ, \quad (5)$$

где  $ИД$  – индекс доходности по инвестиционному проекту;

$ЧДП$  – сумма чистого денежного потока за весь период эксплуатации проекта.

Показатель «индекс доходности» также может быть использован не только для сравнительной оценки, но и в качестве критерия при принятии инвестиционного решения о возможностях реализации проекта. Если значение индекса доходности меньше единицы или равно ей, инвестиционный проект должен быть отвергнут, поскольку он не принесет дополнительный доход на инвестиционный капитал.

*Индекс (коэффициент) рентабельности* в процессе оценки эффективности инвестиционного проекта может играть лишь вспомогательную роль, поскольку не позволяет в полной мере оценить весь возвратный денежный поток по проекту (значительную часть этого потока составляют амортизационные отчисления).

*Расчет производится по формуле:*

$$ИРИ = ЧПИ : ИЗ, \quad (6)$$

где  $ИРИ$  – индекс рентабельности по инвестиционному проекту;

$ЧПИ$  – среднегодовая сумма чистой инвестиционной прибыли за период эксплуатации проекта.

Этот показатель дает возможность сравнить уровень рентабельности инвестиционной и операционной деятельности.

*Период окупаемости* является одним из самых распространенных и понятных показателей оценки эффективности инвестиционного проекта.

*Расчет производится следующим образом:*

$$ПО = ИЗ : ЧДПИ, \quad (7)$$

где  $ПО$  – период окупаемости инвестиционных затрат по проекту;

$ЧДПИ$  – среднегодовая сумма чистого денежного потока за период эксплуатации проекта.

Показатель «период окупаемости» используется для сравнительной оценки эффективности проектов, но может быть принят и как критериальный (в этом случае инвестиционные проекты с более высоким периодом окупаемости будут предприятием отвергнуты).

Внутренняя ставка доходности является наиболее сложным показателем оценки эффективности реальных инвестиционных проектов. Она характеризует уровень доходности конкретного инвестиционного проекта, выражаемый дисконтной ставкой, по которой будущая стоимость чистого денежного потока приводится к стоимости инвестиционных затрат.

Согласно действующим Правилам по разработке бизнес-планов расчет эффективности инвестиционного проекта осуществляется в разделе «Показатели эффективности проекта».

Оценка эффективности инвестиций базируется на сопоставлении ожидаемого чистого дохода от реализации проекта с инвестированным в проект капиталом. В основе метода лежит вычисление чистого потока наличности, определяемого как разность между чистым доходом по проекту и суммой общих инвестиционных затрат и платы за кредиты (займы), связанные с осуществлением капитальных затрат по проекту.

На основании чистого потока наличности рассчитываются основные показатели оценки эффективности инвестиций: чистый дисконтированный доход, индекс рентабельности (доходности), внутренняя норма доходности, динамический срок окупаемости.

Для расчета этих показателей применяется коэффициент дисконтирования, который используется для приведения будущих потоков и оттоков денежных средств за каждый расчетный период (год) реализации проекта к начальному периоду времени. При этом дисконтирование денежных потоков осуществляется с момента первоначального вложения инвестиций.

*Коэффициент дисконтирования* в расчетном периоде (году)  $K_t$  рассчитывается по формуле:

$$K_t = \frac{1}{(1 + Д)^t} \quad (8)$$

где  $Д$  – ставка дисконтирования (норма дисконта);

$t$  – период (год) реализации проекта.

Как правило, коэффициент дисконтирования рассчитывается исходя из средневзвешенной нормы дисконта с учетом структуры капитала.



Например, выбор средневзвешенной нормы дисконта  $D_{cp}$  (WACC) для собственного и заемного капитала может определяться по формуле:

$$D_{cp} = \frac{P_{ск} \times СК + P_{зк} \times ЗК}{100} \quad (9)$$

где  $P_{ск}$  – процентная ставка на собственные средства;

$СК$  – доля собственных средств в общем объеме инвестиционных затрат;

$P_{зк}$  – процентная ставка по кредиту;

$ЗК$  – доля кредита в общем объеме инвестиционных затрат.

Процентная ставка для собственных средств принимается на уровне не ниже средней стоимости финансовых ресурсов на рынке капитала.

Допускается принятие ставки дисконтирования на уровне фактической ставки процента по долгосрочным валютным кредитам банка при проведении расчетов в свободноконвертируемой валюте. В необходимых случаях может учитываться надбавка за риск, которая добавляется к ставке дисконтирования для безрисковых вложений.

*Чистый дисконтированный доход (ЧДД)* характеризует интегральный эффект от реализации проекта и определяется как величина, полученная дисконтированием (при постоянной ставке дисконтирования отдельно для каждого периода (года) чистого потока наличности, накапливаемого в течение горизонта расчета проекта:

$$ЧДД = \sum_{t=1}^T \frac{\Pi_{(t-1)}}{(1 + Д)^{(t-1)}} \quad (10)$$

где  $\Pi_t$  – чистый поток наличности за период (год)  $t = 1, 2, 3, t, \dots, T$ ;

$T$  – горизонт расчета;

$Д$  – ставка дисконтирования.

*Формулу по расчету ЧДД можно представить в следующем виде:*

$$ЧДД = \Pi(0) + \Pi(1) \times K_1 + \Pi(2) \times K_2 + \dots \dots \dots + \Pi(T) \times K_T, \quad (11)$$

где  $ЧДД$  показывает абсолютную величину чистого дохода, приведенную к началу реализации проекта, и должен иметь положительное значение, иначе инвестиционный проект нельзя рассматривать как эффективный.

*Внутренняя норма доходности (ВНД)* – интегральный показатель, рассчитываемый нахождением ставки дисконтирования, при которой стоимость будущих поступлений равна стоимости инвестиций ( $ЧДД = 0$ ).

*ВНД определяется исходя из следующего соотношения:*

$$\sum_{t=1}^T \frac{\Pi_{t-1}}{(1 + ВНД)^{t-1}} = 0 \quad (12)$$

При заданной инвестором норме дохода на вложенные средства инвестиции оправданы, если  $ВНД$  равна, или превышает установленный показатель. Этот показатель также характеризует "запас прочности" проекта, выражающийся в разнице между  $ВНД$  и ставкой дисконтирования (в процентном исчислении).

*Индекс рентабельности (доходности) (ИР):*

$$ИР = \frac{ЧДД + ДИ}{ДИ} \quad (13)$$

где  $ДИ$  – дисконтированная стоимость общих инвестиционных затрат и платы за кредиты (займы), связанные с осуществлением капитальных затрат по проекту, за расчетный период (горизонт расчета).

Инвестиционные проекты эффективны при  $ИР$  более 1.

Срок окупаемости служит для определения степени рисков реализации проекта и ликвидности инвестиций и рассчитывается с момента первоначального вложения инвестиций по проекту. Различают простой срок окупаемости и динамический (дисконтированный). Простой срок окупаемости проекта – это период времени, по окончании которого чистый объем поступлений (доходов) перекрывает объем инвестиций (расходов) в проект, и соответствует периоду, при котором накопительное значение чистого потока наличности изменяется с отрицательного на положительное. Расчет динамического срока окупаемости проекта осуществляется по накопительному дисконтированному чистому потоку наличности. Динамический срок окупаемости в отличие от простого учитывает стоимость капитала и показывает реальный период окупаемости.

Если горизонт расчета проекта превышает динамический срок окупаемости на три и более года, то для целей оценки эффективности проекта расчет ЧДД, ИР и ВНД осуществляется за период, равный динамическому сроку окупаемости проекта плюс один год. В таком случае за горизонт расчета  $T$ , используемый в формулах расчета ЧДД, ИР, ВНД, принимается этот период.

Уровень безубыточности (УБ) проекта рассчитывается по формуле:

$$УБ = \frac{\text{условно – постоянные издержки}}{\text{маржинальная (переменная) прибыль}} \times 100 \quad (14)$$

где маржинальная (переменная) прибыль – выручка от реализации за минусом условно–переменных издержек и налогов из выручки.

Объем реализации, соответствующий уровню безубыточности, определяется как произведение выручки от реализации и уровня безубыточности. Приемлемым считается уровень менее 60%.

Для оценки эффективности проекта рассчитывается ряд коэффициентов: коэффициент покрытия задолженности, рентабельность активов, рентабельность продаж, рентабельность продукции, коэффициент обеспеченности финансовых обязательств активами; коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами; коэффициент структуры капитала; срок оборачиваемости всего капитала, готовой продукции, дебиторской и кредиторской задолженностей; выручка от реализации на одного работающего; коэффициент текущей ликвидности; доля собственного капитала в объеме инвестиций.

Коэффициент покрытия задолженности  $K_{пз}$ :

$$K_{пз} = \frac{\text{чистый доход}}{\text{погашение основного долга} + \text{погашение процентов}} \quad (15)$$

Этот коэффициент рассчитывается для каждого года погашения, при этом учитывается погашение в полном объеме основного долга и процентов по всем долгосрочным кредитам и займам, привлеченным организацией и подлежащим погашению в соответствующем году реализации проекта. В случае, если организации предоставлена государственная поддержка в виде возмещения части процентов по кредитам банков либо организация претендует на оказание такой поддержки, при расчете коэффициентов покрытия задолженности учитывается данная мера государственной поддержки.

При расчете коэффициента покрытия задолженности из чистого дохода исключаются суммы, начисленной лизингополучателем амортизации по объектам лизинга.

Чем выше коэффициент, тем лучше положение организации относительно погашения долгосрочных обязательств. Приемлемым считается показатель, превышающий 1,3.

Рентабельность:

– активов  $P_a$ :

$$P_a = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{итого по активам}} \quad (16)$$

– продаж (оборота)  $P_n$ :

$$P_n = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{выручка от реализации}} \quad (17)$$

– реализуемой продукции  $P_{pn}$ :

$$P_{pn} = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{затраты на производство}} \quad (18)$$

Коэффициент обеспеченности финансовых обязательств активами  $K_{фн}$

$$K_{\text{фн}} = \frac{\text{финансовые обязательства}}{\text{итого по активам}} \quad (19)$$

где финансовые обязательства – сумма долгосрочных и краткосрочных финансовых обязательств, включая кредиторскую задолженность, за исключением резервов предстоящих расходов. Допустимое значение – не более 0,85.

Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами  $K_{\text{ос}}$ :

$$K_{\text{ос}} = \frac{\text{Капитал и резервы} + \text{РПП} - \text{ВА}}{\text{Оборотные активы}} \quad (20)$$

где РПП – резервы предстоящих расходов;

ВА – внеоборотные активы.

Коэффициент структуры капитала  $K_{\text{ск}}$ :

$$K_{\text{ск}} = \frac{\text{заемные средства}}{\text{собственные средства}} \quad (21)$$

Показатель должен быть менее 1, долговые обязательства не должны превышать размеры собственного капитала.

Сроки оборачиваемости:

$$\text{всего капитала} = \frac{\text{итого по пассивам}}{\text{выручка от реализации}} \times 360 \quad (22)$$

$$\text{готовой продукции} = \frac{\text{готовая продукция}}{\text{выручка от реализации}} \times 360 \quad (23)$$

$$\text{дебиторской задолженности} = \frac{\text{дебиторская задолженность}}{\text{выручка от реализации}} \times 360 \quad (24)$$

$$\text{кредиторская задолженность} = \frac{\text{кредиторская задолженность}}{\text{выручка от реализации}} \times 360 \quad (25)$$

Выручка от реализации продукции на одного работающего  $V_{\text{раб}}$ :

$$V_{\text{раб}} = \frac{\text{выручка от реализации}}{\text{среднесписочная численность работающих}} \quad (26)$$

Коэффициент текущей ликвидности  $K_{\text{мл}}$ :

$$K_{\text{мл}} = \frac{\text{оборотные активы}}{\text{КФО} - \text{РПП}} \quad (27)$$

где КФО – краткосрочные финансовые обязательства;

РПП – резервы предстоящих расходов.

Доля собственного капитала в объеме инвестиций  $СК_{\text{и}}$ :

$$СК_{\text{и}} = \frac{СК}{И} \times 100 \quad (28)$$

где СК – собственный капитал (собственные средства финансирования проекта);

И – стоимость общих инвестиционных затрат.

*Приведем оценка эффективности проекта и анализ основных видов рисков, которые могут возникнуть в ходе его реализации:*

- организационные риски (возможность выполнения основных этапов реализации проекта в установленные сроки, наличие квалифицированного управленческого персонала);
- производственные риски (способность обеспечить непрерывность процесса производства, выпуск продукции в запланированных объемах и требуемого качества);
- технологические риски (степень освоенности технологии, надежность и ремонтпригодность оборудования, наличие запасных частей, дополнительной оснастки, оснащенность инструментом, участие в монтаже и обучении приглашенных специалистов);
- финансовые риски (оценка текущего финансового положения организации, реализующей проект, вероятность неисполнения участниками проекта своих финансовых обязательств, последствия возможной неплатежеспособности других участников проекта);
- экономические риски (оценка риска снижения спроса на выпускаемую продукцию и возможность диверсификации рынков ее сбыта, устойчивость проекта к повышению цен и тарифов на материальные ресурсы, ухудшению налогового климата, вероятность увеличения стоимости строительно–монтажных работ и оборудования, возникновения неучтенных затрат);
- экологические риски (вероятность нанесения вреда окружающей среде, влияние применения мер ответственности на экономическое положение инициатора проекта);
- иные риски.

По итогам проведенного анализа определяются методы снижения уровня конкретных рисков, разрабатываются соответствующие мероприятия, оцениваются затраты на их реализацию. С целью выявления и снижения риска проводится анализ устойчивости (чувствительности) проекта в отношении его параметров и внешних факторов. При этом проводится многофакторный анализ чувствительности проекта к изменениям входных показателей (цены, объема производства, элементов затрат, капитальных вложений, условий финансирования и иных факторов). Исходя из специфики проекта выбираются наиболее подверженные изменениям параметры.

## **Тема 7 Формирование и использование капитала компании**

1. Понятие финансовых ресурсов и капитала.
2. Методы и критерии финансирования компании.
3. Концепции управления структурой капитала.
4. Средневзвешенная цена капитала WACC

### **Понятие финансовых ресурсов и капитала**

#### **1. Финансовые ресурсы – это денежные доходы и поступления:**

совокупность собственных денежных доходов в наличной и безналичной форме и поступлений извне (привлеченных и заемных), аккумулируемых организацией (предприятием) и предназначенных для выполнения финансовых обязательств, финансирования текущих затрат и затрат, связанных с развитием производства.

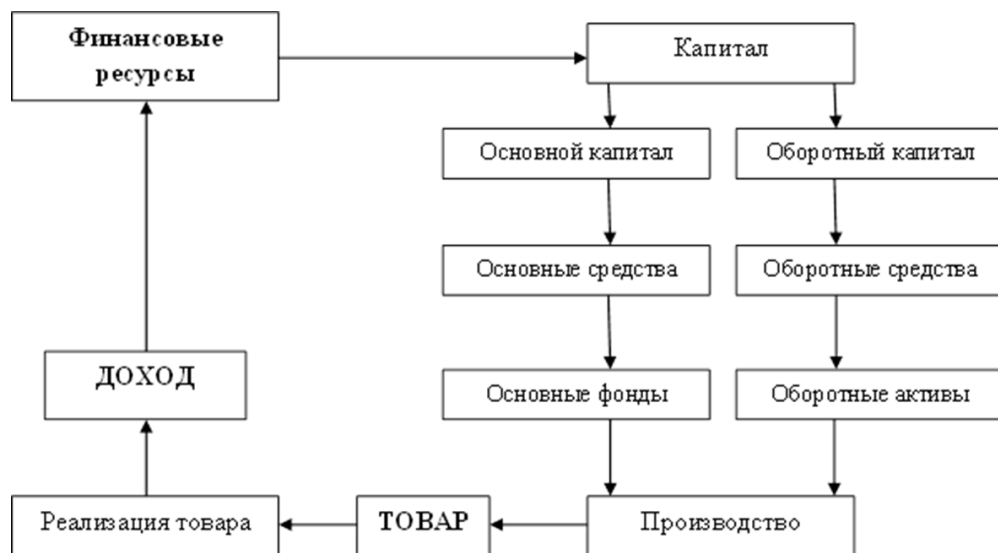
**2. Финансовые ресурсы – это совокупность денежных средств:** денежные средства, находящиеся в распоряжении предприятия, используемые для покрытия затрат и образования различных фондов и резервов, а также их потенциальные источники.

**3. Финансовые ресурсы – это совокупность денежных фондов:** совокупность фондов денежных средств, находящихся в распоряжении государства, предприятий, организаций, которые создаются в процессе распределения и перераспределения совокупного общественного продукта и национального дохода.

### **Признаки финансовых ресурсов**

- 1) финансовые ресурсы имеют денежный характер;
- 2) финансовые ресурсы являются материальными носителями финансовых отношений; формы проявления финансовых ресурсов: товарная в виде продуктов труда (товаров) и денежная (денежные средства);
- 3) финансовые ресурсы имеют динамичный характер; участвуя в кругообороте, постоянно изменяют свою форму проявления (товарная – денежная – товарная и т.д.);
- 4) финансовые ресурсы имеют целевой характер, что обуславливает их участие во всех видах деятельности организации (текущей, финансовой, инвестиционной).

**Капитал – часть финансовых ресурсов вовлеченных в оборот с целью получения прибыли.**



### Классификация капитала организации

№	Признак классификации	Вид капитала
1	Источник формирования	1. Собственный 2. Заемный • Привлеченный • Инвестированный
2	Участие в кругообороте и ликвидность	1. Внеоборотный 2. Оборотный
3	Объект инвестирования	1. Основной 2. Оборотный
4	Цель использования	1. Производительный 2. Ссудный
5	Форма капитала в процессе кругооборота	1. Денежная 2. Товарная
6	Стоимость	1. Учетная 2. Рыночная

### КОЭФФИЦИЕНТ САМОФИНАНСИРОВАНИЯ

$$K_{сф} = \frac{СФР}{A + Псфр}$$

где

$K_{сф}$  — коэффициент самофинансирования предприятия; СФР — планируемый объем формирования собственных финансовых ресурсов;

$A$  — планируемый прирост активов предприятия;

$Псфр$  — планируемый объем расходования собственных финансовых ресурсов предприятия на цели потребления.

### Основные критерии оптимального финансирования

1. Минимизация издержек по привлечению
2. Максимальный уровень рентабельности
3. Удобство привлечения (сложность привлечения, залоги, длительность процедур и др.)
4. Уровень финансового рычага (финансовые риски)
5. Ликвидность баланса

### 3. Оптимизация структуры капитала

Структура капитала представляет собой соотношение всех форм собственных и заёмных финансовых ресурсов, используемых предприятием в процессе своей хозяйственной деятельности для финансирования активов. Оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заёмных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости предприятия, то есть максимизируется его рыночная стоимость.

Процесс оптимизации структуры капитала предприятия осуществляется по следующим этапам

1. Анализ капитала предприятия
2. Оценка основных факторов, определяющих формирование структуры капитала
3. Оптимизация структуры капитала по критерию максимизации уровня финансовой рентабельности
4. Анализ капитала предприятия
5. Оценка основных факторов, определяющих формирование структуры капитала
6. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации уровня финансовых рисков
7. Формирование показателя целевой структуры капитала

Одним из механизмов оптимизации структуры капитала предприятия является финансовый леверидж. Финансовый леверидж характеризует использование предприятием заёмных средств, которое влияет на изменение коэффициента рентабельности собственного капитала.

## 5. Концепции управления структурой капитала

Составляющие КАПИТАЛА:

1. Заемные средства долгосрочного характера
2. Собственные средства
3. Непрерывный краткосрочный долг

В состав капитала НЕ ВКЛЮЧАЮТСЯ:

1. Краткосрочная кредиторская задолженность (бланковый кредит)
2. Краткосрочные заемные средства
3. Другие долговые обязательства короткого периода

**Средневзвешенная цена капитала - WACC (weighted average cost of capital)**

$$WACC = \sum K_i \times d_i$$

где

$K_i$  – стоимость  $i$ -го источника средств, %

$d_i$  - удельный вес  $i$ -го источника в общей сумме, в долях

Структура капитала оказывает влияние на:

- Показатели рентабельности активов и собственного капитала
- Коэффициенты финансовой устойчивости и ликвидности
- Формирование доходности и риска
- Конечный результат финансовой, операционной и инвестиционной деятельности

Исследование методологии расчета WACC мы осуществляли по двум направлениям:

**Направление 1** – определение WACC для целей публичных корпораций и оценке эффективности инвестиционных проектов.

**Направление 2** – определение WACC для целей не публичных компаний (ООО, ЗАО и т.п.).

### Исследования расчета WACC для целей корпораций

Методология расчета WACC, изложенная во множестве источников, как правило, предполагает применение известной формулы:

$$WACC = \sum (W_e \times C_e) + (1-T) \times \sum (W_d \times C_d) \quad (1)$$

где:

$W_e$  и  $W_d$  - доля собственного и заемного капитала, соответственно;

$C_e$  и  $C_d$  - цена собственного и заемного капитала, соответственно;

$T$  - ставка налога на прибыль.

Часто расчеты выполняют в табличной форме, например как в таблице №1 (21).

**Таблица № 1. Типовой пример расчета средневзвешенной цены капитала**

Источник капитала	Сумма млн. руб.	Удельный вес	Цена источника капитала, %	Стоимость капитала,% Гр.5= гр.3 x гр.4
1	2	3	4	5
Собственные источники:				
Привилегированные акции	50,0	0,1020	11,42	1,165
Обыкновенные акции	250,0	0,5102	20,93	10,678
Реинвестированная прибыль	100,0	0,2041	20,00	4,082
Заемные источники с учетом налогообложения	90,0	0,1837	9,68	1,778
Всего:	490,0	1,0	x	17,703

В зависимости от решаемых задач состав источников капитала изменяется, формула (1) модифицируется, например, в случае учета инфляции (26), а для расчета цены компонентов капитала применяются соответствующие условиям задачи формулы, как правило, основанные на известных концепциях М. Гордона, У. Шарпа, Дж.Линтнера, Ф. Блека, М. Шоулза (12, 13, 14, 20, 21, 26 ) и др.

Для того чтобы оценить качество предлагаемой методологии рассмотрим её с двух позиций:

1. Корпорации, как организации являющейся юридическим лицом, в соответствии с законодательством.
2. Потенциальных акционеров (инвесторов), желающих купить акции корпорации на фондовом рынке.

Основанием для такого разделения является следующее мнение: «Как отмечают авторы Слоуновского проекта «Пересмотр корпоративной формы»: «Акционеры являются собственниками ценных бумаг, но они не являются корпорацией как юридическим лицом ни в каком из имеющихся значений и не составляют единой группы, чьи интересы жизненно необходимо соблюдать для достижения ее интереса» (Post.Preston.Sauter-Sachs, 2002, p.11), (17).

#### **Позиция 1. Корпорация, как юридическое лицо.**

В этом случае источниками финансирования будут:

- продажа активов (чистая прибыль и амортизация),
- привлечение займов;
- продажа части бизнеса (выручка от продажи первоначальной и дополнительной эмиссии акций).

Что же мы обязаны отдать владельцам собственного и заемного капитала?

Законодательство говорит о том, что собственники получают от корпорации, как юридического лица, только дивиденды. И всё. Возмещение стоимости акций возможно только в особо оговоренных законодательством случаях, например при ликвидации компании.

Владельцы заемного капитала, получают проценты за кредит и уплату различных комиссионных, связанных с получением компанией кредита.

#### **Позиция 2. Потенциальные инвесторы (игроки).**

Стоимость, приобретаемого инвесторами капитала, будет складываться из рыночной цены акций корпорации, плюс затраты по сделке (транзакционные затраты), плюс проценты за кредит, если собственных ресурсов инвестору не хватило. Заметим, что от этой операции корпорация не получит притока денежных средств, за исключением случая приобретения акций у самой корпораций. Отток денежных средств корпорации составят дивиденды и то, в том случае, если владелец акций зарегистрировал себя в качестве получателя промежуточных или годовых дивидендов в соответствующем реестре и на соответствующую дату.

Схема 1, приведенная ниже иллюстрирует названные позиции в их взаимосвязи.

В результате сопоставления информации содержащейся в таблице №1 и рисунке № 1 (25) Объективно возникает вопрос: На каком основании в таблицу № 1 включены стоимости привилегированных и обыкновенных акций? Корпорация, как юридическое лицо реализовала их и получила за них деньги.

Купившие эти акции собственники, могут свободно продавать их на фондовом рынке и снова покупать.

Денежные потоки от этих операций, никоим образом не затрагивают корпорацию, как юридическое лицо.

Ниже приведенный рис.1 иллюстрирует данный факт.

**Рис.1. Схема движение денег и акций корпорации.**

Также из схемы, изображенной на рисунке 1 и, таблицы №1 следует:

1. Руководству Корпорации известны котировки ее акций на фондовой бирже. Может быть, известен объем капитала корпорации, которым обменялись биржевые игроки. Но корпорация не может знать, сколько каждый потенциальный инвестор-покупатель потратил сугубо собственного (индивидуального), и сколько заемного капитала.
2. В методиках расчета WACC (8, 20,21,26,32,33.34), на основании которых составлена таблица № 1, известны цены компонентов собственного капитала. Они определяются на основании обоснованных (справедливых) цен, по которым потенциальные инвесторы могут приобрести акции корпорации. Цена заемного капитала определяется на основании цен займов, которые привлекла корпорация, как юридическое лицо. Но цены, этого заемного капитала, ни имеют никакого отношения к тем заемным ценам, которые может использовать потенциальный инвестор для собственного расчета средневзвешенной цены приобретенного им капитала. Возникает вопрос: WACC, какого экономического субъекта и, для каких целей рассчитывается в таблице №1 с применением формулы № 1?

Усугубляет ситуацию также следующее:

- потенциальных инвесторов может быть много;
- операции купли - продажи акций распределены во времени, в течении которого их котировки изменяются.

**Вывод:** Общепринятые методы расчета WACC не корректны. При расчете WACC следует применять данные о тех компонентах источников капитала, которые соответствуют объекту, для которого этот показатель рассчитывается. Например на WACC, рассчитанный для целей корпорации как юридического лица (WACCорг.) и WACC рассчитанный для целей акционеров (WACCакц.).

Приведем пример такого расчета, воспользовавшись данными таблицы 1, которые дополним необходимыми для расчетов сведениями.

**Таблица № 2. Пример расчета WACC для корпорации как юридического лица**

Вид расхода по привлечению и обслуживанию источника капитала	Сумма млн. руб.	Удельный вес	Цена источника капитала, %	Стоимость капитала,% Гр.5= гр.3 x гр.4
1	2	3	4	5
Расходы на капитал из собственных источников:				
Дивиденды по привилегированным акциям	50,0	0,1020	11,42	1,165
Дивиденды по обыкновенным акциям	250,0	0,5102	20,93	10,678
Реинвестированная прибыль <sup>1</sup> (Расходы из собственных источников на урегулирование требований стейкхолдеров)	100,0	0,2041	20,00	4,082
Расходы на капитал за счет заемных источников	90,0	0,1837	9,68	1,778
Всего:	490,0	1,0	x	17,703

Расчет WACC для целей потенциальных инвесторов несколько отличается от расчета WACC корпорации, как юридического лица. Его необходимо осуществлять в несколько этапов.

**1 этап.** Расчет по исходным данным.

**2 этап.** Прогнозная корректировка расчета.

**Таблица № 3<sup>2</sup>.** Пример расчета WACC для потенциальных акционеров по исходным данным (1 этап)



Вид расхода по привлечению и обслуживанию источника капитала	Сумма млн. руб.
1	2
<b>1.Приобретение акций за счет собственных средств акционера:</b>	
<b>Инвестиции в привилегированные акции</b>	
1.1.Оплата части стоимости пакета привилегированных акций	500,0
1.2. Транзакционные издержки по приобретению привилегированных акций	50,0
1.3.Удельный вес капитала в общем объеме привлекаемого капитала(500:4900)	0,1020
1.4.Цена источника капитала % (50,0:500,0)	0,10
1.5.Стоимость приобретенных привилегированных акций (1.3*1.4)	0,0102
<b>Инвестиции в обыкновенные акции</b>	
1.6.Оплата части стоимости пакета обыкновенных акций	3500,0
1.7.Транзакционные издержки по приобретению обыкновенных акций	500,0
1.8.Удельный вес капитала в общем объеме привлекаемого капитала	0,7143
1.9.Цена источника капитала % (500:3500)	0,1429
1.10.Стоимость приобретенных обыкновенных акций (1.5*1.6)	0,1021
<b>2.Приобретение акций из заемных источников финансирования:</b>	
<b>Инвестиции в привилегированные акции</b>	
2.1.Оплата части стоимости пакета привилегированных акций	100,0
2.2.Проценты за кредит	10,0
2.3.Транзакционные издержки по приобретению привилегированных акций	1,0
2.4.Удельный вес капитала в общем объеме привлекаемого капитала (100:4900)	0,0204
2.5.Цена источника капитала (10+1/100)	0,11
2.6.Стоимость приобретенных привилегированных акций	0,0022
<b>Инвестиции в обыкновенные акции</b>	
2.7.Оплата части стоимости пакета обыкновенных акций	800,0
2.8.Проценты за кредит	80,0
2.9.Транзакционные издержки по приобретению обыкновенных акций	8,0
2.10.Удельный вес капитала в общем объеме привлекаемого капитала (800:4900)	0,1632
2.11.Цена источника капитала (80+8/800)	0,11
2.12.Стоимость приобретенных обыкновенных акций	0,018
<b>3.Средневзвешенная цена инвестиций в привилегированные и обыкновенные акции.</b>	
3.1.Общая стоимость приобретаемого капитала (привилегированных и обыкновенных акций)	<b>4900,0</b>
3.2. Средневзвешенная цена приобретенного капитала (WACC) = $p.1.5+p.1.10+p.2.6+p.2.12$ $=0.0102+0,1021+0,0022+0,018=$	0,1523 или 15,23%

Как видно из расчетов средневзвешенная цена капитала корпорации, как юридического лица WACCорг. = 17,703 % от объема привлеченного капитала (табл. № 2), средневзвешенная цена капитала приобретенного акционером инвестором WACC акц. = 15,23% (табл. 3). В нашем расчетном случае WACCорг. = 17,703 % больше, чем WACC акц. = 15,23%. Что это значит и как использовать полученные результаты?

Для ответа на данный вопрос мы воспользуемся концепцией приоритета экономических интересов собственников Герберта Саймона, известной также как "теория ограниченной рациональности" (24) . Эта теоретическая концепция постепенно трансформировалась в финансовом менеджменте в его главную цель - максимизацию благосостояния собственников предприятия. В прикладном своем значении она часто формулируется как "максимизация рыночной стоимости предприятия"(20,21,26). Мы придерживаемся мнения, что максимизировать следует богатство, а не стоимость. Исходя, например, из того факта, что дивиденды снижают стоимость компании . При этом богатство акционеров будет увеличиваться, а стоимость акций снижаться (5,9). Это означает, что акции не могут быть надежным инструментом результативности. Они не показывают того богатства, которое создает компания для акционеров. Акции лишь показывают то богатство, которое акционеры ожидают получить в будущем (5,9,10.). По мнению некоторых исследователей, имеет место обратная зависимость между выплатой дивидендов и ростом компании, независимо от регулируемости цен на продукцию компании. В условиях Российской Федерации только две переменные – рост выручки и степень участия государства в акционерном капитале – показывают корреляцию с фактом выплаты дивидендов (15).

Поскольку, по нашему мнению, богатство есть совокупность благ имеющихся в распоряжении их владельца, то базовым богатством акционеров являются активы компании, акциями которой они владеют. Именно изменение состояния активов компании, структуры капитала, оказывает влияние на возможность выплаты дивидендов и тенденции стоимости ее акций.

Так как богатство акционеров формируется из двух источников, отображенных на рис.1, то для оценки минимальных требований к его приросту, который позволит не потерять это богатство, следует рассчитывать два показателя WACC, а также их суммарное значение - WACC корпорации (WACC корп.). При этом WACC акц. необходимо скорректировать, на величину дивидендов, которые, как показано ранее, уменьшают стоимость компании, но не уменьшают богатства собственников-акционеров.

В нашем случае WACC акц. = 15,23% следует уменьшить на 6,21%.

Расчет осуществляем так: сумму дивидендов акционерам (табл. № 2) в размере 300 млн.рублей (50 млн.руб. + 250 млн. руб.) делим на общую стоимость приобретенных акционерами акций равную 4900 млн. рублей. (табл. № 3). Обозначив корректировочный показатель как  $\Delta WACC$  акц. получаем  $\Delta WACC$  акц. = (300 млн.руб. : 4900 млн. руб.) x 100% = 6,21 процента. Следовательно, минимальное требование к росту богатства акционеров или WACC корпорации будет определяться по формуле:

$WACC \text{ корпорации} = WACC_{\text{Corp.}} + WACC \text{ акц.} - \Delta WACC \text{ акц.} = 17,03 + 15,23 - 6,21 = 26,05 \%$

В том случае, если величина средневзвешенной цены капитала корпорации (WACC корп.) превысит величину экономической рентабельности активов корпорации (ROA) можно говорить, что богатство акционеров не будет уменьшено в результате действий менеджмента компании.

На этом расчет не заканчивается.

**2 этап.** Прогнозная корректировка расчета средневзвешенной цены капитала для потенциальных акционеров.

Для расчета показателей таблице № 3 мы использовали рыночные цены акций на момент их приобретения.

Но поскольку, по мнению многих авторов, средневзвешенная цена капитала рассчитывается на определенный период, то необходимо учесть последствия действия факторов определенных в концепции изменения стоимости денег во времени. Для этого реальная рыночная стоимость акций должна быть изменена. Изменение можно осуществить, используя обоснованные (справедливые) цены этих активов, применив для их расчета соответствующие модели (модель постоянного роста дивидендов, стоимости капитальных активов, опционного ценообразования и др.). Или применив иную логику. Например, об обратном изменении стоимости не денежного капитала по отношению к изменению стоимости денег, т.е. снижение стоимости денег во времени приводит к определенному увеличению стоимости акций, материальных и некоторых иных активов (25). В целом же вопрос о достаточно приемлемом уровне прогнозирования цены капитальных активов до настоящего времени не решен. По нашему мнению наиболее продуктивен путь, основанный на результатах прогнозирования объемов продаж и качественного фундаментального анализа (23).

**Определение величины WACC для целей не публичных компаний (ООО, ЗАО и т.п.).**

Нам не известны источники, раскрывающие данную тему достаточно полно. Лишь на интернет-форумах находим ссылки на известные подходы «постулирующие», что:

1. практически не существует бесплатных источников финансирования;
2. реинвестируемая прибыль имеет не явно выраженную, а предполагаемую или альтернативную стоимость, а значит цена данного источника капитала, равна требуемой собственниками норме доходности.(21,24,26).

Мы лишь отчасти согласны с данной точкой зрения. Считаем, что применение модели альтернативной стоимости в модели расчета WACC искажает смысл данного показателя, как характеристики величины расходов на привлечение и использование капитала. Средневзвешенная цена капитала и средне взвешенная величина доходности капитала, обеспечивающая желания (требования) инвесторов-собственников суть различные финансовые характеристики. Свои дальнейшие рассуждения мы посвятим исследованию расходов формирующих капитал непубличных компаний и, прежде всего, расходам собственного капитала, тем или иным образом связанных с образованием цены этого капитала.

Прежде всего, констатируем тот факт, что собственный капитал неоднороден по своей структуре с точки зрения необходимости расходов на его привлечение и влияния этих расходов на потенциал роста компании и, ее стоимость. С этих позиций структура собственного капитала компании представлена в нижеследующей таблице №4.

**Таблица № 4. Классификация собственного капитала компании по влиянию на потенциал роста и стоимость компании**

Вид собственного капитала	Характеристика капитала	Характеристика цены капитала	Примечание
1	2	3	4

Капитал, непосредственно влияющий на рост и стоимость компании.	Вклады учредителей и спонсоров. При эффективном управлении повышают стоимость компании и потенциал ее роста.	Организационные расходы. Расходы, связанные с привлечением средств спонсоров. Выплаты и изъятия инвесторами (собственниками) собственного капитала в личную собственность.	Цена капитала зависит от: <ul style="list-style-type: none"> <li>• требований собственников относительно изъятия собственного капитала фирмы в личную собственность (дивидендная политика);</li> <li>• экономичности мероприятий по привлечению спонсоров.</li> </ul>
	Реинvestированная собственный капитал (в т.ч. прибыль).	Не требует расходов на привлечение. В ходе использования возможны потери капитала компании в виде уплачиваемых из прибыли налогов, штрафов, пени и неустоек.	Цена капитала зависит от: <ul style="list-style-type: none"> <li>• величины уплачиваемых из прибыли налогов, штрафов, пени и неустоек;</li> <li>• величины потерь от брака и порчи имущества (политика качества)</li> </ul>
Капитал, косвенно влияющий на рост компании и ее стоимость.	Часть собственного капитала компании направляемая на, урегулирование отношений со стейкхолдерами.	Премии и бонусы в рамках агентских отношений, расходы на социально-культурные и экологические мероприятия и иные платежи, осуществляемые из балансовой прибыли.	Цена капитала зависит от политики в сфере агентских отношений и определяется величиной расходов из прибыли: <ul style="list-style-type: none"> <li>• на повышение квалификации персонала;</li> <li>• на инвестиции в социально культурные и экологические проекты;</li> <li>• на взаимоотношения с органами государственной власти</li> <li>• и т.п.</li> </ul>
Капитал, обеспечивающий финансовую устойчивость компании.	Резервы и страховые фонды, формируемые за счет балансовой прибыли компании.	Использование средств резервов и страховых фондов. Сохраненную часть резервов и фондов следует учесть при анализе рентабельности активов и собственного капитала компании.	Цена капитала зависит от: величина резервов и страховых фондов (политика управления предпринимательскими рисками фирмы).
	Неиспользуемая часть собственного капитала.	Не требует расходов на привлечение.	Цена капитала равна нулю. Наличие такого капитала свидетельствует о не эффективной работе менеджмента фирмы. Упущенную выгоду, возникающую в этом случае, следует учитывать при анализе рентабельности активов и собственного капитала

Приведем пример расчета WACC для целей непубличных компаний, воспользовавшись некоторыми данными из таблицы № 1.

**Таблица № 5. Расчет WACC для целей публичной компании**

Вид расхода по привлечению и обслуживанию источника капитала	Величина капитала млн. руб.	Удельный вес	Плановые или фактические расходы на привлечение и обслуживание капитала млн.руб.	Цена источника капитала % (Расходы : Величина капитала* 100%)	Стоимость капитала % Гр.5= гр.3 x гр.4
1	2	3	4	5	6
<b>Собственные источники:</b>	400,0	0,8163	252,0	63,0	51,43
1. Капитал, непосредственно влияющий на рост и стоимость компании, в т.ч.	200,0	0,4082	52,0	26,0	10,62
вклады учредителей и спонсоров в т.ч. расходы:	100,0	0,2041			
- планируемое изъятие прибыли собственниками			50,0		
реинвестированный капитал (прибыль), в т.ч. расходы:	100,0	0,2041			
штрафы, пени и неустойки			1,0		
потери от брака			1,0		
2. Капитал, косвенно влияющий на рост компании и, ее стоимость, в т.ч. расходы и инвестиции:	150,0	0,3061	150,0	100,0	30,61
на повышение квалификации персонала;	0,0	0,0	0,0		
инвестиции в социально культурные и экологические проекты;	100,0	0,2041	100,0		
взаимоотношения с органами государственной власти и контрагентами	50,0	0,1020	50,0		
3. Капитал, обеспечивающий финансовую устойчивость компании, в т.ч.:	50,0	0,1020	50,0	100,0	10,20
резервы и страховые фонды	50,0	0,1020	50,0	100,0	
неиспользуемый собственный капитал	0,0	0,0			
<b>Заемные источники:</b>	90,0	0,1837	8,71	9,68	1,778
Расходы на капитал за счет заемных источников с учетом налогообложения (эмиссия облигаций, кредиты банков, лизинг и т.п.	90,0	0,1837	8,71	9,68	1,778
<b>Всего:</b>	490,0	1,0			53,208

Расчет показывает, что для обеспечения сохранения темпов роста и стоимости компании, ее финансовой устойчивости менеджменту компании необходимо обеспечить экономическую рентабельность активов на уровне 53,208%.

По нашему мнению, предлагаемая методика позволяет более точно ориентировать финансовый менеджмент компании на достижение финансовых целей компании, чем только анализ рентабельности. Она более точно учитывает необходимость обеспечения полезных, для компании взаимоотношений компании со стейкхолдерами. Связывает управление ценой капитала с управлением предпринимательскими рисками.

#### **Собственный капитал: порядок формирования, определение стоимости и управление**

1. Понятие собственного капитала и виды.
2. Определение стоимости собственного капитала по видам
3. Оценка доходности и риска собственного акционерного капитала



**Собственный капитал** - совокупность финансовых ресурсов компании, сформированных за счёт средств учредителей (участников) и финансовых результатов собственной деятельности.

**Собственный капитал:**

- Уставный капитал (Уставный капитал (УК) предприятия определяет минимальный размер имущества, гарантирующего интересы его кредиторов. Он является основным источником собственных средств.)
- Добавочный капитал (Добавочный капитал - это эмиссионный доход, создаваемый в акционерных обществах открытого типа и представляющий собой сумму превышения продажной цены акций над номинальной в ходе проведения открытой подписки.) Добавочный капитал является источником средств предприятия, образуемым в результате переоценки имущества или продажи акций выше номинальной стоимости.
- Резервный капитал (Резервный капитал - страховой капитал предприятия, предназначенный для покрытия общих балансовых убытков при отсутствии иных возможностей их возмещения, а также для выплаты доходов инвесторам и кредиторам в случае, если на эти цели не хватает прибыли.)
- Нераспределенная прибыль

**Собственный капитал корпораций:**

- привилегированные акции
- обыкновенные акции
- нераспределенная прибыль

<b>Долевые ценные бумаги дают право на</b>	получение части чистой прибыли в виде дивиденда;
	часть имущества при ликвидации общества после удовлетворения требований кредиторов
	участие в управлении;
	получение достоверной информации о деятельности компании
<b>Основные недостатки</b>	угроза поглощения путем скупки акций агрессивно настроенным инвестором
	размывание капитала (если не обеспечено сохранение прежних долей в структуре акционерного капитала)
	усиление корпоративного контроля со стороны фондового рынка и желающих поучаствовать в управлении

**IPO - Initial Public Offering** - Первичное публичное предложение — первая публичная продажа акций частной компании, в том числе в форме продажи депозитарных расписок на акции

**Преимущества публичного размещения акций**

- рост капитализации
- получение капитала в виде денежных средств
- более широкий доступ инвесторов к информации о компании позволяет ей разнообразить свои источники финансирования и сократить затраты на заемный капитал

**Основные этапы управления эмиссией акций**

1. Исследование возможностей эффективного размещения предполагаемой эмиссии акций
2. Определение цели эмиссии
3. Определение объема эмиссии
4. Определение номинала, видов и количества эмитируемых акций
5. Оценка стоимости привлекаемого акционерного капитала
6. Определение эффективных форм андеррайтинга

**Нераспределенная прибыль**

ВЫРУЧКА ОТ ПРОДАЖИ (010 Ф.№2) (-)

СЕБЕСТОИМОСТЬ ПРОДАННЫХ ТОВАРОВ, ПРОДУКЦИИ, УСЛУГ (020 Ф.№2) =

**ВАЛОВАЯ ПРИБЫЛЬ (010-020) (-)**

КОММЕРЧЕСКИЕ И УПР. РАСХОДЫ (030 + 040 Ф. 2) =

**ПРИБЫЛЬ ОТ ПРОДАЖ (029-030-040) (±)**

САЛЬДО ПР. ДОХОДОВ И РАСХОДОВ (060+080+090-(070+100)) Ф.№2 =

**ПРИБЫЛЬ ДО НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ (140 Ф.№2) (-)**

ТЕКУЩИЙ НАЛОГ НА ПРИБЫЛЬ (150 Ф.№2) (±)

ОТЛОЖЕННЫЕ НАЛОГОВЫЕ АКТИВЫ (141 Ф.№2) (±)

ОТЛОЖЕННЫЕ НАЛОГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА (142 Ф.№2) =

**ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ (УБЫТОК) ОТЧЕТНОГО ПЕРИОДА (090 Ф.№2) (-)**

**ДИВИДЕНДЫ (=)**

**НЕРАСПРЕДЕЛЕННАЯ ПРИБЫЛЬ (НЕПОКРЫТЫЙ УБЫТОК)**

**Стоимость капитала** представляет собой цену, которую предприятие платит за его использование.

Количественно она измеряется в виде *процентной ставки*.

$\frac{Зк}{\sum K} \times 100\%$

$\sum K$

Зк – сумма затрат по привлечению  
капитала, руб.

$\sum K$  - сумма привлекаемого капитала,  
руб.

**Стоимость привилегированных акций**

1. При сформированном уставном капитале (размер дивидендов заранее известен):

$СПА = \frac{ДПА}{РПА} \times 100\%$

где

ДПА - годовая сумма дивидендов по  
привилегированной акции

РПА - текущая рыночная цена привилегированной  
Акции

2. При эмиссии привилегированных акций

$СПА = \frac{Дп}{СКпр \times (1 - ЭЗ)} \times 100\%$

где

Дп - сумма дивидендов, предусмотренных к  
выплате

СКпр - сумма привлекаемого собственного  
капитала

ЭЗ - затраты по размещению эмиссии,  
в долях

**Методы определения стоимости обыкновенных акций (в непубличных компаниях)**

$СОА = \frac{ДОА}{EPS} \times 100\%$

где

ДОА – сумма дивидендов на одну  
обыкновенную акцию

EPS – ожидаемая сумма чистой прибыли,  
приходящаяся на обыкновенную акцию

**Оценка доходности и риска собственного акционерного капитала**

Выделим общие закономерности, отражающие взаимную связь между принимаемым риском и ожидаемой доходностью деятельности инвестора:

— более рискованным вложениям, как правило, присуща более высокая доходность;

— при росте дохода уменьшается вероятность его получения, в то время как определенный минимально гарантированный доход может быть получен практически без риска.

Напомним, что инвестиционный портфель ценных бумаг — совокупность ценных бумаг, принадлежащих физическому или юридическому лицу либо физическим или юридическим лицам на правах долевого участия, выступающая как целостный объект управления. В него могут входить как инструменты одного

вида (например, акции или облигации), так и разные активы: ценные бумаги, производные финансовые инструменты, недвижимость.

Главная цель формирования портфеля состоит в стремлении получить требуемый уровень ожидаемой доходности при более низком уровне ожидаемого риска. Данная цель достигается, во-первых, за счет диверсификации портфеля, то есть распределения средств инвестора между различными активами («Не кладите все яйца в одну корзину»), и, во-вторых, тщательного подбора финансовых инструментов. Обратите внимание!

Современная теория и практика говорят о том, что оптимальная диверсификация достигается при количестве в портфеле от 8 до 20 различных видов ценных бумаг. Дальнейшее увеличение состава портфеля нецелесообразно, так как возникает эффект излишней диверсификации, который может привести к следующим отрицательным результатам:

- невозможность качественного портфельного управления;
- покупка недостаточно надежных, доходных, ликвидных ценных бумаг;
- высокие издержки поиска ценных бумаг (расходы на предварительный анализ и т. д.);
- высокие издержки по покупке небольших партий ценных бумаг и т. д.

Издержки по управлению излишне диверсифицированным портфелем не дадут желаемого результата, так как доходность портфеля вряд ли будет возрастать более высокими темпами, чем издержки в связи с излишней диверсификацией.

Формирование и управление портфелем ценных бумаг — область деятельности профессионалов, а создаваемый портфель — это товар, который может продаваться либо частями (продают доли в портфеле для каждого инвестора), либо целиком (когда менеджер берет на себя труд управлять портфелем ценных бумаг клиента). Как и любой товар, портфель определенных инвестиционных свойств может пользоваться спросом на фондовом рынке.

К сведению

Разновидностей портфелей много, и каждый конкретный держатель придерживается собственной стратегии инвестирования. В зависимости от соотношения доходности и риска определяется тип портфеля. При этом важным признаком при классификации портфеля является то, каким способом и за счет какого источника он был получен: за счет роста курсовой стоимости ценной бумаги или за счет текущих выплат — дивидендов, процентов.

В зависимости от источника дохода портфель ценных бумаг может быть портфелем роста или портфелем дохода.

Портфель роста формируется из акций компаний, курсовая стоимость которых растет. Цель портфеля — рост капитальной стоимости вместе с получением дивидендов. Различают несколько видов портфелей роста.

Портфель агрессивного роста нацелен на максимальный прирост капитала. Сюда входят акции молодых быстрорастущих компаний. Инвестиции в акции довольно рискованны, но могут принести самый высокий доход.

Портфель консервативного роста наименее рискованный, состоит из акций крупных компаний. Состав портфеля устойчив в течение длительного времени, нацелен на сохранение капитала.

Портфель среднего роста сочетает инвестиционные свойства портфелей агрессивного и консервативного роста. Наряду с надежными ценными бумагами сюда включаются рискованные фондовые инструменты. При этом гарантируются средний прирост капитала и умеренная степень риска вложений. Это наиболее популярный портфель среди инвесторов, не склонных к большому риску.

Портфель дохода ориентирован на получение высокого текущего дохода — процентных и дивидендных выплат. Здесь также различают несколько типов портфелей:

- портфель регулярного дохода — формируется из высоконадежных ценных бумаг и приносит средний доход при минимальном риске;
- портфель доходных бумаг — состоит из высокодоходных облигаций корпораций, ценных бумаг, приносящих высокий доход при среднем уровне риска.

Портфели роста и дохода формируются во избежание потерь на фондовом рынке как от падения курсовой стоимости, так и от снижения дивидендных выплат.

При разработке стратегии инвестирования необходимо учитывать состояние рынка ценных бумаг и постоянно оценивать инвестиционный портфель, своевременно приобретать высокодоходные ценные бумаги и максимально быстро избавляться от низкодоходных активов. Поэтому не нужно стараться охватить все многообразие существующих портфелей, необходимо лишь определить принципы их формирования.

Таким образом, оценка портфеля инвестиций — основной критерий принятия стратегических решений по покупке или продаже ценных бумаг.

## Доходность портфеля ценных бумаг

Портфель ценных бумаг представляет собой совокупность различных ценных бумаг, и доходность его можно определить по следующей формуле:

Доходность портфеля = (Стоимость ценных бумаг на момент расчета – Стоимость ценных бумаг на момент покупки) / Стоимость ценных бумаг на момент покупки.

Под ожидаемой доходностью портфеля понимается средневзвешенное значение ожидаемых значений доходности ценных бумаг, входящих в портфель. При этом «вес» каждой ценной бумаги определяется относительным количеством денег, направленных инвестором на покупку этой ценной бумаги.

Ожидаемая доходность инвестиционного портфеля равна:

$$R_{\text{портфеля, \%}} = R_1 \times W_1 + R_2 \times W_2 + \dots + R_n \times W_n,$$

где  $R_n$  — ожидаемая доходность  $i$ -й акции;

$W_n$  — удельный вес  $i$ -й акции в портфеле.

## Измерение риска портфеля ценных бумаг

Все участники фондового рынка действуют в условиях неполной определенности. Соответственно, исход практически любых операций купли-продажи ценных бумаг не может быть точно предсказан, то есть сделки подвержены риску. В общем случае под риском подразумевают вероятность наступления какого-либо события. Оценить риск — это значит оценить вероятность наступления события. Риск портфеля объясняется не только индивидуальным риском каждой отдельно взятой ценной бумаги портфеля, но и тем, что существует риск воздействия изменений наблюдаемых ежегодных величин доходности одной акции на изменение доходности других акций, включаемых в инвестиционный портфель.

Общий риск портфеля состоит из систематического риска

(недиверсифицируемого/рыночного/неспецифического), а также несистематического риска

(диверсифицируемого/нерыночного/специфического). Рыночный риск вызван общими факторами, влияющими на все активы. Наиболее сильно влияют на систематический риск изменения таких показателей, как ВВП, инфляция, уровень процентных ставок, а также средний по экономике уровень корпоративной прибыли. Нерыночный риск связан с индивидуальными особенностями конкретного актива. Этот риск может быть уменьшен с помощью диверсификации.

К сведению

На развитых рынках для устранения специфического риска достаточно составить портфель из 30–40 активов. На развивающихся рынках эта цифра должна быть выше из-за высокой волатильности рынка.

Для того чтобы определить риск портфеля ценных бумаг, в первую очередь необходимо определить степень взаимосвязи и направления изменения доходностей двух активов. Например, если цена одной ценной бумаги идет вверх, то растет курс и другой ценной бумаги, и наоборот, движения цен разнонаправлены или полностью независимы друг от друга. Для определения связи между ценными бумагами используют такие показатели, как ковариация и коэффициент корреляции.

Ковариация — взаимозависимое совместное изменение двух и более признаков экономического процесса. Ковариация служит для измерения степени совместной изменчивости двух ценных бумаг, например акций.

Показатель ковариации определяется по формуле:

$$\text{Cov}_{ij} = \sum (R_{\text{доходность } i\text{-й акции}} - R_{\text{средняя доходность } i\text{-й акции}}) \times (R_{\text{доходность } j\text{-й акции}} - R_{\text{средняя доходность } j\text{-й акции}}) / n - 1,$$

где  $n$  — число периодов, за которые рассчитывалась доходность  $i$ -й и  $j$ -й акций.

Проанализируем, какое влияние на риск портфеля оказывают коэффициенты корреляции ( $\text{Cor}$ ), входящие в портфель ценных бумаг.

К сведению

Корреляция — это математический термин, обозначающий систематическую и обусловленную связь между двумя рядами данных.

На рынке акций принято рассматривать корреляцию (взаимозависимость) разных акций, либо акций и индексов. Считается, что российские акции высоко коррелированы, то есть в определенный момент



времени все акции движутся в одном направлении. Коэффициент корреляции изменяется в пределах от  $-1$  до  $+1$ . Положительное значение коэффициента говорит о том, что доходности активов изменяются в одном направлении при изменении конъюнктуры, отрицательное — в противоположном. При нулевом значении коэффициента корреляция между доходностями активов отсутствует.

Показатель корреляция определяется по формуле:

$$\text{Corr} = \text{Cov}_{ij} / (\delta_i \times \delta_j),$$

где  $\text{Cov}_{ij}$  — ковариация доходности  $i$ -й и  $j$ -й акции;

$\delta_i$  — стандартное отклонение доходности  $i$ -й акции;

$\delta_j$  — стандартное отклонение доходности  $j$ -й акции.

Дисперсия — это стандартное отклонение в квадрате, рассчитываемое по формуле:

$$\delta^2 = \sum (R_{\text{доходность акции}} - R_{\text{средняя доходность акции}})^2 / n - 1.$$

Таким образом, стандартное отклонение — это квадратный корень из дисперсии.

В целом, используя данные корреляции, можно сделать выводы:

- 1) чем меньше коэффициент корреляции акций в портфеле, тем меньше риск портфеля, поэтому при формировании портфеля следует включить в него акции, имеющие наименьшую корреляцию;
- 2) если коэффициент корреляции акций в портфеле  $+1$ , то риск портфеля усредняется;
- 3) если коэффициент корреляции акций в портфеле меньше  $+1$ , то риск портфеля уменьшается;
- 4) если коэффициент корреляции акций в портфеле  $-1$ , то можно получить портфель без риска.

К сведению

Принцип формирования портфеля ценных бумаг, при котором снижение риска достигается за счет включения в портфель большого числа различных акций, называется диверсификацией.

Основоположником данной теории считается Гарри Марковиц. В 1952 г. американский экономист Г. Марковиц (в будущем лауреат Нобелевской премии в области экономики (1990 г.)) опубликовал фундаментальную работу, которая является до настоящего момента основой подхода к инвестициям с точки зрения современной теории формирования портфеля. Диверсификация Марковица — это стратегия максимально возможного снижения риска при сохранении требуемого уровня доходности; она состоит в выборе таких активов, доходности которых будут иметь наименее возможную корреляцию.

Согласно теории Г. Марковица, при обосновании портфеля инвестор должен руководствоваться ожидаемой доходностью и стандартным отклонением. Интуиция при этом играет определяющую роль. Ожидаемая доходность рассматривается как мера потенциального вознаграждения, связанная с конкретным портфелем, а стандартное отклонение — как мера риска, связанная с данным портфелем. При этом делается важное предположение, что инвестор при всех прочих условиях предпочтет высокую доходность, если будут заданы два портфеля с одинаковыми стандартными отклонениями. Если же инвестору предстоит выбор между портфелями, имеющими одинаковый уровень ожидаемой доходности, то предпочтение отдается портфелю с минимальным риском, то есть, по сути, получению большего дохода при минимуме возможного отклонения.

Теория Марковица стала огромным шагом на пути создания модели оценки стоимости активов Capital Asset Pricing Model (CAPM). Модель оценки стоимости активов описывает взаимосвязь между риском и ожидаемой доходностью активов. Взаимосвязь риска с доходностью согласно модели оценки долгосрочных активов описывается следующим образом:

$$D = D_{б/р} + \beta \times (D_p - D_{б/р}),$$

где  $D$  — ожидаемая норма доходности;

$D_{б/р}$  — безрисковая ставка (доход);

$D_p$  — доходность рынка в целом;

$\beta$  — коэффициент бета.

Основная идея CAPM заключается в том, что инвесторы должны получать 2 вида компенсации: за время (временная стоимость денег) и за риск. Стоимость денег во времени представлена безрисковой ставкой и является компенсацию инвестору за то, что он размещает денежные средства в какие-либо инвестиции на определенный период времени.

Обратите внимание!

Безрисковый доход измеряется, как правило, по ставкам государственных облигаций, так как те практически без риска. На западе безрисковый доход равен примерно 4–5 %, у нас же — 7–10 %. Доходность рынка в целом — это норма доходности индекса данного рынка. В США, например, индекс S&P 500, а в России — индекс РТС.

Оставшаяся часть формулы представляет собой компенсацию за дополнительный риск, взятый на себя инвестором. Здесь мерой риска является коэффициент бета, сравнивающий доходность актива с доходностью рынка за период, а также с рыночной премией.

Коэффициент бета определяется по формуле:

$$\beta = \text{Cor}_x \times \delta_x / \delta$$

$$\text{или } \beta = \text{Cov}_x / \delta^2,$$

где  $\text{Cor}_x$  — корреляция между доходностью ценной бумаги  $x$  и средним уровнем доходности ценных бумаг на рынке;

$\text{Cov}_x$  — ковариация между доходностью ценной бумаги  $x$  и средним уровнем доходности ценных бумаг на рынке;

$\delta_x$  — стандартное отклонение доходности по конкретной ценной бумаге;

$\delta$  — стандартное отклонение доходности по рынку ценных бумаг в целом.

Уровень риска отдельных ценных бумаг определяется на основании таких значений:

$\beta = 1$  — средний уровень риска;

$\beta > 1$  — высокий уровень риска;

$\beta < 1$  — низкий уровень риска.

Акции с большой бетой ( $\beta > 1$ ) называют агрессивными, с низкой бетой ( $\beta < 1$ ) — защитными. Например, агрессивными являются акции компаний, чьи доходы существенно зависят от конъюнктуры рынка. Когда экономика на подъеме, агрессивные акции приносят большие прибыли. Например, акции автомобилестроительных компаний являются агрессивными. Инвесторы, ожидающие подъема экономики, покупают агрессивные акции, обеспечивающие больший уровень доходности в условиях растущего рынка, чем защитные. Акции компаний, чья прибыль в меньшей степени зависит от состояния рынка, являются защитными (например, акции компаний коммунальной сферы). Доходы таких компаний сокращаются в меньшей степени в условиях экономического спада. Поэтому использование защитных акций в периоды кризисов позволяет инвестору извлечь большую прибыль в сравнении с агрессивными акциями.

По портфелю ценных бумаг  $\beta$  рассчитывается как средневзвешенный  $\beta$  — коэффициент отдельных видов входящих в портфель инвестиций, где в качестве веса берется их удельный вес в портфеле. Таким образом, чем более раскованный портфель, тем больше показатель  $\beta$ , а следовательно, доход должен быть выше, и наоборот.

Следовательно, модель CAPM демонстрирует прямую связь между риском ценной бумаги и ее доходностью, что позволяет ей показать справедливую доходность относительно имеющегося риска и наоборот.

## 2. модель Гордона

$$\text{СКОА} = (\text{ДОА} : \text{РОА}) \times 100\% + g$$

ДООА – ожидаемые дивиденды по  
обыкновенной акции очередного  
периода

РОА – рыночная цена обыкновенной акции

g – темп прироста дивидендов, в %

### **Заемный капитал: порядок формирования, определение стоимости и управление.**

1. Понятие и виды ЗК.
2. Оценка стоимости привлечения заемного капитала
3. Эффект финансового рычага
4. Эффект финансового рычага и инфляция

**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. Инструментами, с помощью которых предприятие привлекает заемный капитал, являются облигации, банковский кредит, различные виды небанковских займов, кредиторская задолженность.

Заемный капитал в структуре капитала предприятия состоит из кратко- и долгосрочных обязательств.

**Долгосрочные обязательства** — это кредиты и займы со сроком погашения более года. К ним относятся также отложенные налоговые обязательства и задолженность по эмитированным облигациям. Кредиты и займы, привлекаемые на долгосрочной основе, направляются на финансирование приобретения имущества длительного использования.

**Краткосрочные обязательства** — это обязательства со сроком погашения менее 1 года (например, краткосрочные кредиты и займы, кредиторская задолженность), задолженность персоналу по оплате труда; задолженность бюджету и внебюджетным фондам по налогам и иным обязательным платежам, задолженность поставщикам и другие виды задолженности. Краткосрочные кредиты и займы и кредиторская задолженность являются источниками формирования оборотных активов.

### **Различия между собственным и заемным капиталом предприятия**

Признак	Вид капитала в структуре капитала предприятия	
	Собственный	Заемный
Непосредственное право на участие в управлении предприятием	Дает такое право	Не дает такого права
Отношение к финансовому риску	Увеличение доли собственного капитала снижает финансовый риск	Увеличение доли заемного капитала увеличивает финансовый риск
Право на получение прибыли	По остаточному принципу	Первоочередные
Очередность удовлетворения требований при банкротстве	По остаточному принципу	Первоочередные
Срок и условия оплаты и возврата капитала	Однозначно не установлены	Четко определены кредитным соглашением
Основное направление финансирования	Долгосрочные активы	Краткосрочные активы
Снижение налога на прибыль за счет отнесения финансовых издержек на затраты	Такая возможность отсутствует	Такая возможность присутствует

Источники финансирования	Внутренние и внешние источники	Внешние источники финансирования (за исключением <u>кредиторской задолженности</u> )
Связь дохода владельца капитала с прибылью предприятия	Доход владельца капитала непосредственно связан с финансовым результатом	Доход владельца капитала не связан с финансовым результатом

Заёмный капитал характеризуется следующими положительными особенностями:

1. Достаточно широкими возможностями привлечения, особенно при высоком кредитном рейтинге предприятия, наличии залога или гарантии поручителя.
2. Обеспечением роста финансового потенциала предприятия при необходимости существенного расширения его активов и возрастания темпов роста объёма его хозяйственной деятельности.
3. Более низкой стоимостью в сравнении с собственным капиталом за счёт обеспечения эффекта «налогового щита» (изъятия затрат по его обслуживанию из налогооблагаемой базы при уплате налога на прибыль).
4. Способность генерировать прирост финансовой рентабельности (коэффициента рентабельности собственного капитала).

В то же время использование заёмного капитала имеет следующие недостатки:

1. Использование этого капитала генерирует наиболее опасные финансовые риски в хозяйственной деятельности предприятия – риск снижения финансовой устойчивости и потери платёжеспособности. Уровень этих рисков возрастает пропорционально росту удельного веса использования заёмного капитала.
2. Активы, сформированные за счёт заёмного капитала, генерируют меньшую (при прочих равных условиях) норму прибыли, которая снижается на сумму выплачиваемого ссудного процента во всех его формах (процента за банковский кредит; лизинговые ставки; купонного процента по облигациям; вексельного процента за товарный кредит и т.п.)
3. Высокая зависимость стоимости заёмного капитала от колебаний конъюнктуры финансового рынка. В ряде случаев при снижении средней ставки ссудного процента на рынке использование ранее полученных кредитов (особенно на долгосрочной основе) становится предприятию невыгодным в связи с наличием более дешёвых альтернативных источников кредитных ресурсов.
4. Сложность процедуры привлечения (особенно в больших размерах), так как предоставление кредитных ресурсов зависит от решения других хозяйствующих субъектов (кредиторов), требует в ряде случаев соответствующих сторонних гарантий или залога (при этом гарантии страховых компаний, банков или других хозяйствующих субъектов предоставляются, как правило, на платной основе).

Таким образом, предприятие, использующее заёмный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал своего развития (за счёт формирования дополнительного объёма активов) и возможности прироста финансовой рентабельности деятельности, однако в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу банкротства (возрастающие по мере увеличения удельного веса заёмных средств в общей сумме используемого капитала).

## 2. Оценка стоимости привлечения заемного капитала

Заемный капитал в процессе финансового управления оценивается по следующим основным элементам:

- 1) стоимость финансового кредита (банковского и лизингового);
- 2) стоимость капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций;

3) стоимость товарного (коммерческого) кредита (в форме краткосрочной или долгосрочной отсрочки платежа);

4) стоимость текущих обязательств по расчетам.

**1. Стоимость финансового кредита** оценивается в разрезе двух основных источников его предоставления– банковского кредита и финансового лизинга.

а) *стоимость банковского кредита*, несмотря на многообразие его видов, форм и условий, определяется на основе ставки процента за кредит и рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{СБК} = \text{ПКб} \times (1 - \text{Снп}) / (1 - \text{ЗПб})$$

где СБК – стоимость заемного капитала, привлекаемого в форме банковского кредита, %;

ПКб – ставка процента за банковский кредит, %;

Снп – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

ЗПб – уровень расходов по привлечению банковского кредита к его сумме, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью банковского кредита сводится к тому, чтобы выявить такие кредитные продукты на рынке, которые эту стоимость минимизируют как по ставке процента за кредит, так и по другим условиям его привлечения.

б) *Стоимость финансового лизинга* определяется на основе ставки лизинговых платежей (лизинговой ставки). *Лизинг* — долгосрочная аренда (на срок от 6 месяцев до нескольких лет) машин, оборудования, транспортных средств, сооружений производственного назначения, предусматривающая возможность их последующего выкупа арендатором. Стоимость финансового лизинга оценивается по следующей формуле:

$$\text{СФЛ} = (\text{ЛС} - \text{НА}) \times (1 - \text{Снп}) / (1 - \text{ЗПфл})$$

где СФЛ – стоимость заемного капитала, привлекаемого на условиях финансового лизинга, %;

ЛС – годовая лизинговая ставка, %;

НА – годовая норма амортизации актива, привлеченного на условиях финансового лизинга, %;

Снп – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

ЗПфл – уровень расходов по привлечению актива на условиях финансового лизинга к стоимости этого актива, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью финансового лизинга основывается на двух критериях:

а) стоимость финансового лизинга не должна превышать стоимости банковского кредита, предоставляемого на аналогичный период (иначе предприятию выгодней получить долгосрочный банковский кредит для покупки актива в собственность);

б) в процессе использования финансового лизинга должны быть выявлены такие предложения, которые минимизируют его стоимость.

**2. Стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций** зависит от того, каким образом предполагается выплачивать доход владельцам облигаций. *Облигация* — эмиссионная долговая ценная бумага, владелец которой имеет право получить от эмитента облигации в оговоренный срок её номинальную стоимость. Облигация может также предусматривать право владельца на получение фиксированного процента (купона) от её номинальной стоимости. Облигации могут продаваться дешевле номинала (с дисконтом). Общим доходом по облигации являются сумма выплачиваемых процентов (купонов) и размер дисконта при покупке.

Если доход владельцам облигаций выплачивается в виде процентных (купонных) выплат, то оценка стоимости привлечения капитала за счет эмиссии облигаций осуществляется по формуле:

$$\text{СОЗк} = \text{СК} \times (1 - \text{Снп}) / (1 - \text{ЭЗо})$$

где СОЗ к – стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, %;

СК – ставка купонного процента по облигации, %;

Снп – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

ЭЗо – уровень эмиссионных затрат по отношению к объему эмиссии, выраженный десятичной дробью.

Если облигация не предполагает процентных выплат, но размещается с дисконтом, то расчет стоимости производится по следующей формуле:

$$COЗд = Дг \times (1 - C_{нп}) \times 100 / ((Но - Дг) \times (1 - ЭЗо))$$

где  $COЗд$  – стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии облигаций, %;

$Дг$  – среднегодовая сумма дисконта по облигации;

$Но$  – номинал облигации, подлежащей погашению;

$C_{нп}$  – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

$ЭЗо$  – уровень эмиссионных затрат по отношению к сумме привлеченных за счет эмиссии средств, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью привлекаемого капитала в этом случае сводится к разработке соответствующей эмиссионной политики, обеспечивающей полную реализацию эмитируемых облигаций на условиях, не выше среднерыночных.

**3. Стоимость товарного (коммерческого) кредита** оценивается в разрезе двух форм его предоставления: а) по кредиту в форме краткосрочной отсрочки платежа; б) по кредиту в форме долгосрочной отсрочки платежа, оформленной векселем.

а) *стоимость товарного (коммерческого) кредита, предоставляемого в форме краткосрочной отсрочки платежа*, измеряется величиной скидки, которую предприятия предоставляют с цены продукции при осуществлении наличного платежа за нее. Расчет стоимости товарного кредита, предоставляемого в форме краткосрочной отсрочки платежа, осуществляется по следующей формуле:

$$СТКк = (ЦС \times 360) \times (1 - C_{нп}) / ПО$$

где  $СТКк$  – стоимость товарного (коммерческого) кредита, предоставляемого на условиях краткосрочной отсрочки платежа, %;

$ЦС$  – размер ценовой скидки при осуществлении наличного платежа за продукцию («платежа против документов»), %;

$C_{нп}$  – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

$ПО$  – период предоставления отсрочки платежа за продукцию, в днях.

Учитывая, что стоимость привлечения этого вида заемного капитала носит скрытый характер, основу управления этой стоимостью составляет обязательная оценка ее в годовой ставке по каждому предоставляемому товарному (коммерческому) кредиту и ее сравнение со стоимостью привлечения аналогичного банковского кредита. Практика показывает, что во многих случаях выгодней взять банковский кредит для постоянной немедленной оплаты продукции и получения соответствующей ценовой скидки, чем пользоваться такой формой товарного (коммерческого) кредита.

б) *стоимость товарного (коммерческого) кредита в форме долгосрочной отсрочки платежа с оформлением векселем* рассчитывается по формуле:

$$СТКв = ПКв \times (1 - C_{нп}) / (1 - ЦС)$$

где  $СТКв$  – стоимость товарного (коммерческого) кредита в форме долгосрочной отсрочки платежа с оформлением векселем, %;

$ПКв$  – ставка процента за вексельный кредит, %;

$C_{нп}$  – ставка налога на прибыль, выраженная десятичной дробью;

$ЦС$  – размер ценовой скидки, предоставляемой поставщиком при осуществлении наличного платежа за продукцию, выраженный десятичной дробью.

Управление стоимостью этой формы товарного кредита, как и банковской, сводится к поиску вариантов поставок аналогичной продукции, минимизирующих размеры этой стоимости.

**4. Стоимость текущих обязательств предприятия по расчетам** при определении средневзвешенной стоимости капитала учитывается по нулевой ставке, так как представляет собой бесплатное финансирование предприятия за счет этого вида заемного капитала. Так как сроки выплат этой начисленной задолженности (по заработной плате, налогам, страхованию и т.п.) строго детерминированы, она не относится к управляемому финансированию с позиций оценки стоимости капитала.

С учетом оценки стоимости отдельных составных элементов заемного капитала и удельного веса каждого из этих элементов в общей его сумме может быть определена средневзвешенная стоимость заемного капитала предприятия:

$ССК = \sum_{i} C_i \times Y_i$

где ССК – средневзвешенная стоимость капитала предприятия;

$C_i$  – стоимость конкретного элемента капитала;

$Y_i$  – удельный вес конкретного элемента капитала в общей сумме.

Рассчитанная средневзвешенная стоимость капитала является главным критериальным показателем оценки эффективности формирования капитала предприятия.

**Эффект финансового рычага** это показатель, отражающий изменение рентабельности собственных средств, полученное благодаря использованию заемных средств и рассчитывается по следующей формуле:

$$DFL = (1 - t) \times (ROA - r) \times \left( \frac{D}{E} \right)$$

где,

DFL - эффект финансового рычага, в процентах;

t - ставка налога на прибыль, в относительной величине;

ROA - рентабельность активов (экономическая рентабельность по EBIT) в %;

r - ставка процента по заемному капиталу, в %;

D - заемный капитал;

E - собственный капитал.

Эффект финансового рычага проявляется в разности между стоимостью заемного и размещенного капиталов, что позволяет увеличить рентабельность собственного капитала и уменьшить финансовые риски.

**Цель использования финансового рычага** заключается в увеличении прибыли предприятия за счет изменения структуры капитала: долей собственных и заемных средств. Необходимо отметить, что увеличение доли заемного капитала (краткосрочных и долгосрочных обязательств) предприятия приводит к снижению ее финансовой независимости. Но в тоже время с увеличением финансового риска предприятия увеличивается и возможность получения большей прибыли.

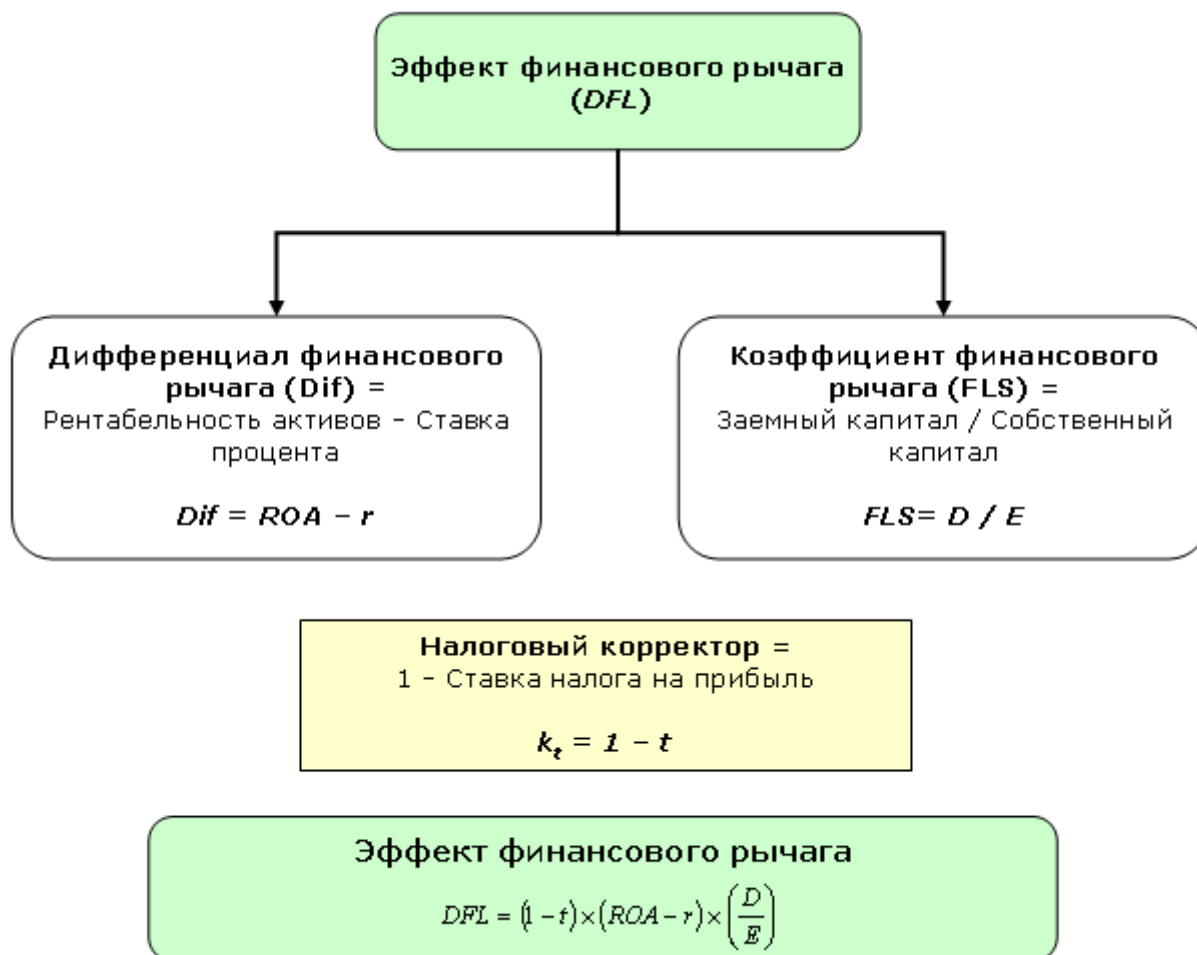
### **финансовый рычаг. экономический смысл**

Эффект финансового рычага объясняется тем, что привлечение дополнительных денежных средств позволяет повысить эффективность производственно-хозяйственной деятельности предприятия. Ведь привлекаемый капитал может быть направлен на создание новых активов, которые увеличат как денежный поток, так и чистую прибыль предприятия. Дополнительный денежный поток приводит к увеличению стоимости предприятия для инвесторов и акционеров, что является одной из стратегических задач для собственников компании.

*Положительный эффект финансового рычага базируется на том, что банковская ставка в нормальной экономической среде оказывается ниже доходности инвестиций. Отрицательный эффект (или обратная сторона финансового рычага) проявляется, когда рентабельность активов падает ниже ставки по кредиту, что приводит к ускоренному формированию убытков.*

Кстати, общераспространенная теория гласит что, ипотечный кризис США был проявлением отрицательного эффекта финансового рычага. При запуске программы нестандартного ипотечного кредитования ставки по кредитам были низкими, цены же на недвижимость росли. Малообеспеченные слои населения были вовлечены в финансовые спекуляции, поскольку практически единственной возможностью вернуть кредит для них была продажа подорожавшего жилья. Когда цены на жилье поползли вниз, а ставки по кредитам в связи с увеличивающимися рисками поднялись (рычаг начал генерировать не прибыль, а убытки), пирамида рухнула.

Составляющие **эффекта финансового рычага** представлены на нижеприведенном рисунке:



Как видно из рисунка эффект финансового рычага (DFL) представляет собой произведение двух составляющих, скорректированное на налоговый коэффициент  $(1 - t)$ , который показывает в какой степени проявляется эффект финансового рычага в связи с различным уровнем налога на прибыль.

Одной из основных составляющих формулы выступает так называемый дифференциал финансового рычага (Dif) или разница между рентабельностью активов компании (экономической рентабельностью), рассчитанной по EBIT, и ставкой процента по заемному капиталу:

$$Dif = ROA - r$$

где,

$r$  - ставка процента по заемному капиталу, в %;

$ROA$  - рентабельность активов (экономическая рентабельность по EBIT) в %.

Дифференциал финансового рычага является главным условием, образующим рост рентабельности собственного капитала. Для этого необходимо, чтобы экономическая рентабельность превышала процентную ставку платежей за пользование заемными источниками финансирования, т.е. дифференциал финансового рычага должен быть положительным. Если дифференциал станет меньше нуля, то эффект финансового рычага будет действовать только во вред организации.

Значение дифференциала	Комментарии
$Dif < 0$	Предприятие быстро накапливает убытки
$Dif > 0$	Предприятие увеличивает размер получаемой прибыли за счет использования заемных средств



Dif=0	Рентабельность равна процентной ставке по кредиту, эффект финансового рычага равен нулю
-------	---

Второй составляющей эффекта финансового рычага выступает коэффициент финансового рычага (плечо финансового рычага – FLS), характеризующий силу воздействия финансового рычага и определяемый как отношение заемного капитала (D) к собственному капиталу (E):

$$FLS = D/E$$

## ОПТИМАЛЬНЫЙ РАЗМЕР ПЛЕЧА ДЛЯ ЭФФЕКТА ФИНАНСОВОГО РЫЧАГА

На основе эмпирических данных был рассчитан оптимальный размер плеча (соотношения заемного и собственного капитала) для предприятия, который находится в диапазоне от 0,5 до 0,7. Это говорит о том, что доля заемных средств в общей структуре предприятия составляет от 50% до 70%. При повышении доли заемного капитала увеличиваются финансовые риски: возможность потери финансовой независимости, платежеспособности и риска банкротства. При размере заемного капитала меньше 50%, предприятие упускает возможность увеличения прибыли. Оптимальным размером эффекта финансового рычага считается величина равная 30-50% от рентабельности активов (ROA).

Таким образом, эффект финансового рычага складывается из влияния двух составляющих: *дифференциала* и *плеча рычага*.

Дифференциал и плечо рычага тесно взаимосвязаны между собой. До тех пор, пока рентабельность вложений в активы превышает цену заемных средств, т.е. дифференциал положителен, рентабельность собственного капитала будет расти тем быстрее, чем выше соотношение заемных и собственных средств. Однако по мере роста доли заемных средств растет их цена, начинает снижаться прибыль, в результате падает и рентабельность активов и, следовательно, возникает угроза получения отрицательного дифференциала.

По оценкам экономистов на основании изучения эмпирического материала успешных зарубежных компаний, оптимально эффект финансового рычага находится в пределах 30–50% от уровня экономической рентабельности активов (ROA) при плече финансового рычага 0,67-0,54. В этом случае обеспечивается прирост рентабельности собственного капитала не ниже прироста доходности вложений в активы.

Эффект финансового рычага способствует формированию рациональной структуры источников средств предприятия в целях финансирования необходимых вложений и получения желаемого уровня рентабельности собственного капитала, при которой финансовая устойчивость предприятия не нарушается.

Финансовый рычаг характеризует возможность повышения рентабельности собственного капитала и риск потери финансовой устойчивости. Чем выше доля заемного капитала, тем выше чувствительность чистой прибыли к изменению балансовой прибыли. Таким образом, при дополнительном заимствовании может возрасти рентабельность собственного капитала при условии:

$$\text{если } ROA > i, \text{ то } ROE > ROA \text{ и } \Delta ROE = (ROA - i) * D/E$$

Следовательно, целесообразно привлекать заемные средства, если достигнутая рентабельность активов, ROA превышает процентную ставку за кредит,  $i$ . Тогда увеличение доли заемных средств позволит повысить рентабельность собственного капитала. Однако при этом необходимо следить за дифференциалом ( $ROA - i$ ), так как при увеличении плеча финансового рычага ( $D/E$ ) кредиторы склонны компенсировать свой риск повышением ставки за кредит. Дифференциал отражает риск кредитора: чем он больше, тем меньше риск. Дифференциал не должен быть отрицательным, и эффект финансового рычага оптимально должен быть равен 30 - 50% от рентабельности активов, так как чем сильнее эффект финансового рычага, тем выше финансовый риск невозврата кредита, падения дивидендов и курса акций.

Уровень сопряженного риска характеризует операционно-финансовый рычаг. Операционно-финансовый рычаг наряду с позитивным эффектом увеличения рентабельности активов и собственного капитала в результате роста объема продаж и привлечения заемных средств отражает также риск снижения рентабельности и получения убытков.

## Классификация эффекта финансового рычага

ЭФР > 0

Если ЭФР больше нуля, что это означает? Это указывает на то, что заемные средства выгодно использовать, т.к. выгода от их привлечения больше процентных выплат

ЭФР = 0

Если ЭФР равен нулю, что это означает? Это говорит о том, что выгода от дополнительного заимствования средств равна расходам на их привлечение

ЭФР < 0

Если ЭФР меньше нуля, что это означает? В данном случае предприятие потратит на обслуживание кредита больше средств, чем получит выгоду от его использования

Одной из формул расчета эффекта финансового рычага является превышение рентабельности капитала (*ROA, Return on Assets*) над рентабельностью собственного капитала (*ROE, Return on Equity*).

Рентабельность капитала (*ROA*) показывает прибыльность использования предприятием, как собственного капитала, так и заемного капитала, тогда как *ROE* отражает только эффективность собственного. Формула расчета будет иметь следующий вид:

$$DFL = ROE - ROA;$$

где:

*DFL* – эффект финансового рычага;

*ROA* – рентабельность капитала (активов) предприятия;

*ROE* – рентабельность собственного капитала

Рассчитаем эффект финансового рычага для предприятия ОАО «Русгидро» по балансу. Для этого рассчитаем коэффициенты рентабельности, формулы которых представлены ниже:

**Расчет коэффициента рентабельности активов (*ROA*) по балансу**

$$\text{Коэффициент рентабельности активов (ROA)} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Сумма активов (пассивов)}};$$

$$ROA = \frac{\text{стр. 2400}}{\text{стр. 1700}};$$

**Расчет коэффициента рентабельности собственного капитала (*ROE*) по балансу**

$$\text{Коэффициент рентабельности собственного капитала (ROE)} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}};$$

$$ROE = \frac{\text{стр. 2400}}{\text{стр. 1300}};$$

## Эффект финансового рычага и инфляция

Эффект финансового рычага показывает, на сколько процентов увеличивается сумма собственного капитала за счет привлечения заемных средств в оборот предприятия. **Положительный эффект финансового рычага** возникает в тех случаях, когда рентабельность совокупного капитала выше средневзвешенной цены заемных ресурсов, т.е. если  $ROA > Цзк$ . Например, рентабельность совокупного капитала после уплаты налога составляет 15%, в то время как цена заемных ресурсов равна 10%. Разность между стоимостью заемных средств и доходностью совокупного капитала позволит увеличить рентабельность собственного капитала. При таких условиях выгодно увеличивать плечо финансового рычага, т.е. долю заемного капитала. Если  $ROA < СК$ , создается **отрицательный эффект финансового рычага** (эффект "дубинки"), в результате чего происходит обесценивание собственного капитала, что может стать причиной банкротства предприятия.

В условиях инфляции, если долги и проценты по ним не индексируются, ЭФР и рентабельность собственного капитала (*ROE*) увеличиваются, поскольку обслуживание долга и сам долг оплачиваются

уже обесцененными деньгами.

Тогда эффект финансового рычага будет равен:

$$\text{ЭФР} = [\text{ROA} - \text{Цзк}/(1 + \text{И})] \times (1 - \text{Кн}) \times \text{ЗК}/\text{СК} + (\text{И} \times \text{ЗК})/\text{СК} \times 100\%,$$

где И - темп инфляции в виде десятичной дроби.

Привлечение заемных средств меняет структуру источников, повышает финансовую зависимость компании, увеличивает ассоциируемый с нею финансовый риск, приводит к росту WACC. Именно этим объясняется существенность такой характеристики, как финансовый

Год	Уровень инфляции
1995	2.3
1998	84.4
1999	36.5
2000	20.2
2001	18.6
2002	15.1
2003	12.0
2004	11.7
2005	10.9
2006	9.0
2007	11.9
2008	13.3
2009	8.8
2010	8.8
2011	6.1
2012	6.6
2013	6.5
2014	11.4
2015	12.9
2016	6-7*

\* - прогноз Министерства финансов РФ.

#### Сущность, значимость и эффект финансового левериджа:

- высокая доля заемного капитала в общей сумме источников финансирования характеризуется как высокий уровень финансового левериджа и свидетельствует о высоком уровне финансового риска;
- финансовый леверидж свидетельствует о наличии и степени финансовой зависимости компании от лендеров;
- привлечение долгосрочных кредитов и займов сопровождается ростом финансового левериджа и соответственно финансового риска;
- **суть финансового риска** заключается в том, что регулярные платежи (например, проценты) являются обязательными, поэтому в случае недостаточности источника, а в качестве такового выступает прибыль до вычета процентов и налогов, может возникнуть необходимость ликвидации части активов;
- для компании с высоким уровнем финансового левериджа даже малое изменение прибыли до вычета процентов и налогов в силу известных ограничений на ее использование (прежде всего удовлетворяются требования лендеров, т.е. сторонних поставщиков финансовых ресурсов, и лишь затем - собственников предприятия) может привести к существенному изменению чистой прибыли.

Теоретически финансовый леверидж может быть равен нулю - это означает, что компания финансирует свою деятельность лишь за счет собственных средств, т.е. капитала, предоставленного собственниками, и генерируемой прибыли; такую компанию нередко называют финансово-во независимой {unlevered company). В том случае, если имеет место привлечение заемного капитала (облигационный заем, долгосрочный кредит), компания рассматривается как финансово зависимая (levered company).

Меры финансового левериджа:

- соотношение заемного и собственного капитала;
- отношение темпа изменения чистой прибыли к темпу изменения валовой прибыли.

Первый показатель весьма нагляден, легко рассчитывается и интерпретируется, второй применяется для количественной оценки последствий при развитии финансово-хозяйственной ситуации (объем производства, сбыт продукции, вынужденное или целевое изменение ценовой политики и т.п.) в условиях выбранной структуры капитала, т.е. выбранного уровня финансового левериджа.

### **Рекомендации по управлению**

В процессе финансового управления показатель дифференциала финансового рычага требует постоянного мониторинга, так как он подвержен высокой изменчивости. На изменчивость этого показателя влияют следующие факторы.

1. В связи с изменчивой ситуацией на финансовых рынках стоимость заемных средств может значительно увеличиться, превысив уровень валовой прибыли, генерируемой активами компании.

С повышением ставки привлечения кредитных средств возможно возникновение ситуации, когда по налоговому законодательству компания не сможет включить в состав расходов всю ставку по обслуживанию долга.

При возникновении подобной ситуации в расчете необходимо учитывать ту ставку, которую компания сможет учесть при налогообложении.

2. Повышение доли используемого заемного капитала приводит к снижению финансовой устойчивости компании и повышению риска банкротства, что отрицательно сказывается на стоимости привлеченных финансовых ресурсов, так как кредиторы стремятся увеличить проценты за счет включения в них премии за дополнительный финансовый риск.

При определенном уровне ставки за использование кредитных средств дифференциал финансового рычага может быть сведен к нулю (при этом использование заемного капитала не даст прироста рентабельности собственного капитала) и даже иметь отрицательное значение (при котором рентабельность собственного капитала снизится).

3. В период снижения объемов реализации в компании или из-за увеличения себестоимости реализованной продукции размер валовой прибыли сокращается.

В таких условиях отрицательная величина дифференциала финансового рычага может образовываться и при неизменных ставках процента за кредит за счет снижения коэффициента валовой рентабельности активов.

Формирование отрицательного значения дифференциала финансового рычага по любой из рассмотренных причин всегда приводит к снижению коэффициента рентабельности собственного капитала.

В этом случае использование заемных средств дает отрицательный эффект.

Управление уровнем финансового левериджа означает не достижение некоего целевого значения, а контроль за его динамикой и обеспечение комфортного резерва безопасности в плане превышения операционной прибыли (прибыли до вычета процентов и налогов) над суммой условно-постоянных финансовых расходов.

### **Анализ и управление активами организации**

1. Сущность и классификация активов организации
2. Управление активами. Коэффициенты ликвидности активов.
3. Модель Дюпона, экономический смысл и расчет.  
Двухфакторная. Трехфакторная. Пятифакторная.
4. Модель Альтмана, экономический смысл и расчет.
  - Двухфакторная.
  - Пятифакторная модель для публичных компаний.
  - Пятифакторная модель для частных компаний.
  - Модель Альтмана для непроизводственных предприятий
  - Корректировка для модели для развивающихся рынков и России.

- Модель Альтмана-Сабато.

## 5. Методика оценки активов на основе методологических разработок Сбербанка РФ

### Сущность и классификация активов организации

Для осуществления хозяйственной деятельности каждое предприятие должно располагать определенным имуществом, принадлежащим ему на правах собственности или владения. Все имущество, которым располагает предприятие и которое отражено в его балансе, называется его активами.

Активы представляют собой экономические ресурсы предприятия в форме совокупных имущественных ценностей, используемых в хозяйственной деятельности с целью получения прибыли.

Виды активов предприятия			Виды пассивов предприятия		
A 1	Высоколиквидные активы	Обладают максимальной скоростью реализации: денежные средства и кратк. фин. вложения	П 1	Наиболее срочные обязательства	Высокая срочность погашения кредиторская задолженность
A 2	Быстрореализуемые активы	Обладают высокой скоростью реализации: дебиторская задолженность <12 мес.	П 2	Краткосрочные пассивы	Краткосрочные обязательства и кредиты
A 3	Медленно реализуемые активы	Дебиторская задолженность >12 мес., запасы, НДС, незавершенное производство	П 3	Долгосрочные пассивы	Долгосрочные займы и кредиты банка
A 4	Трудно реализуемые активы	Внеоборотные средства предприятия	П 4	Постоянные пассивы	Собственный акционерный капитал предприятия

*По форме функционирования:*

- материальные, нематериальные, финансовые

*По характеру участия в хозяйственном процессе:*

- оборотные, внеоборотные

*По характеру участия в различных видах деятельности:*

- операционные, инвестиционные

*По характеру финансовых источников формирования:*

- валовые, чистые ( $ЧА = А - ЗК$ )

*По характеру владения:*

- собственные, арендуемые, безвозмездно используемые

*По степени ликвидности:*

- Активы в абсолютно ликвидной форме, высоколиквидные, среднеликвидные, низколиквидные, неликвидные

*По характеру использования в текущей хозяйственной деятельности:*

- используемые, неиспользуемые

### Этапы управления

1. Анализ ОА в предшествующем периоде
2. Определение принципиальных подходов к формированию ОА
3. Оптимизация объема ОА

4. Оптимизация соотношения постоянной и переменной частей ОА
5. Обеспечение необходимой ликвидности ОА
6. Повышение рентабельности ОА
7. Обеспечение минимизации потерь ОА
8. Определение принципов финансирования отдельных видов ОА
9. Формирование оптимальной структуры источников финансирования ОА

Формула расчета	Коэффициенты ликвидности предприятия	Нормативы
$K_{\text{тл}} = \frac{A1 + A2 + A3}{П1 + П2};$	<i>Коэффициент текущей ликвидности</i> показывает возможность предприятия погашать свои текущие обязательства	$K_{\text{тл}} > 2$
$K_{\text{бл}} = \frac{A1 + A2}{П1 + П2};$	<i>Коэффициент быстрой ликвидности</i> отражает возможность расплачиваться по кредитам и займам с помощью быстро ликвидных активов	$K_{\text{бл}} > 0,7$
$K_{\text{абл}} = \frac{A1}{П1 + П2};$	<i>Коэффициент абсолютной ликвидности</i> показывает возможность погашать кредиты и займы с помощью денежных средств	$K_{\text{абл}} > 0,2$

**Баланс предприятия считается ликвидным**, в том случае если выполняются все неравенства:

$A1 > П1$  – предприятие может погасить наиболее срочные пассивы высоколиквидными активами.

$A2 > П2$  – предприятием может погасить среднесрочные обязательства быстрореализуемыми активами.

$A3 > П3$  – предприятия имеет возможность рассчитаться по долгосрочным обязательствам медленно реализуемыми активами.

$A4 < П4$  – предприятие располагает собственным капиталом больше чем размер внеоборотных активов.

**Показатели рентабельности используют для сравнения эффективности различных сторон деятельности предприятия:**

если  $ROI > ROA$ , то прочая деятельность нецелесообразна;

если  $ROI < ROA$ , то прочая деятельность способствует повышению отдачи на капитал;

если  $ROE > ROA$ , то финансовая политика рациональна, финансовая деятельность эффективна;

если  $ROA > WACC$  (средневзвешенной стоимости капитала), то предприятие сможет выплатить проценты по кредитам, обещанные дивиденды, реинвестировать часть прибыль в развитие.

### Модель Дюпона. Формула расчета. 3 Модификации

Модель Дюпона (англ. The DuPont System of Analysis, формула Дюпона) – метод финансового анализа через оценку ключевых факторов, определяющих рентабельность предприятия. Данный метод был впервые использован компанией «DuPont» в начале 20-го века и представляет собой факторный анализ, то есть выделение основных факторов, влияющих на эффективность деятельности предприятия.

Целью финансового анализа, проводимого компанией, является поиск путей максимизации прибыльности вложенного капитала для собственников и акционеров. Прибыльность предприятия и рост ее стоимости для акционеров отражается коэффициентами рентабельности. Управление рентабельностью предприятия становится ключевой задачей для всех уровней менеджмента: стратегического, тактического и оперативного. Фирмой «DuPont» был предложен простой способ управления рентабельностью через разложение коэффициента рентабельности на факторы, отражающие различные аспекты деятельности предприятия.

### Двухфакторная модель Дюпона

$$ROA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средняя величина активов}} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}} \times \frac{\text{Выручка}}{\text{Средняя величина активов}};$$

$$ROA = ROS \times K_{oa}.$$

где:

ROA (Return On Assets) – коэффициент рентабельности активов;

ROS (Return On Sales) – коэффициент рентабельности продаж;

$$K_{oa} = \frac{\text{Выручка}}{\text{Среднегодовая стоимость активов}};$$

Koa – коэффициент оборачиваемости активов.

Или

$$ROA = ROS \times TAT$$

$$TAT = \frac{NS}{TA}$$

NS - выручка (нетто) от всех видов продаж (Net Sales), руб

TA - сумма активов (Total Assets), руб

тр.2110/(стр.1600нг.+стр.1600кг)/2)

$$ROS = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Объем продаж}} \cdot 100\%$$

или

$$ROS = \frac{EBIT}{Revenue};$$

ROS = строка 2100 / строка 2110 × 100.

Рентабельность по операционной прибыли:

ROS = (строка 2300 + строка 2330) / строка 2110 × 100.

Рентабельность по чистой прибыли:

ROS = строка 2400 / строка 2110 × 100.

**Трехфакторная модель Дюпона**

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}} \times \frac{\text{Выручка}}{\text{Активы}} \times \frac{\text{Активы}}{\text{Собственный капитал}};$$

$$ROE = ROS \times K_{oa} \times LR.$$

где:

ROE (Return On Equity) – рентабельность собственного капитала;

ROS (Return On Sales) – рентабельность продаж;

Koa – коэффициент оборачиваемости активов;

LR (Leverage ratio) – коэффициент капитализации (эффект финансового рычага).

Трехфакторная модель Дюпона показывает влияние на рентабельность предприятия операционной деятельности (продажи), инвестиционной и финансовой. Как мы видим, эффективность системы продаж предприятия напрямую определяет рентабельность собственного капитала и следовательно инвестиционную привлекательность предприятия.

**Пятифакторная модель Дюпон**

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Прибыль до налог.}} \times \frac{\text{Прибыль до налог.}}{\text{Прибыль до налог. и выплат \%}} \times \frac{\text{Прибыль до налог. и выплат \%}}{\text{Выручка}} \times \frac{\text{Выручка}}{\text{Активы}} \times \frac{\text{Активы}}{\text{Собственный капитал}};$$

$$ROE = TB \times IB \times ROS \times K_{oa} \times LR.$$

где:

TB (Tax Burden) - налоговое бремя (чистая прибыль / прибыль до уплаты налогов) или к налоговым выплат;

IB (Interest Burden) - процентное бремя (прибыль до уплаты налогов / прибыль до уплаты процентов и налогов) или к процентных выплат;

ROS (Return On Sales) – рентабельность продаж предприятия;

Koa – коэффициент оборачиваемости активов;

LR (Leverage ratio) – коэффициент капитализации (коэффициент финансового рычага).

Рентабельность собственного капитала предприятия формируется за счет: налоговой ставки, процентов по заемному капиталу, эффективности продаж, результативности инвестиционной деятельности и финансового риска.

Преимущества и недостатки модели Дюпон

Основное преимущество модели ее простота расчета и анализа. Это привело к тому, что данная модель была доминирующей в финансовом анализе компаний США до 70-х годов двадцатого века. Выделенные факторы, определяющие прибыльность компании для акционеров, довольно легко связываются с оперативными планами предприятия. Недостатками модели являются то, что бухгалтерская отчетность не является абсолютно надежным источником информации о деятельности предприятия.

Резюме

Модель Дюпона и ее модификации в трех- и пятифакторные формулы позволяет компании быстро оценить степень влияния различных факторов на формирование ключевого в оценке стоимости компании, и ее привлекательности для акционеров – показателя рентабельности собственного капитала.

### Модель Альтмана (Z-score)

Альтман для построения своей модели использовал 66 американских компаний в период с 1946-1965. 33 компании обанкротились в этот период, а 33 остались финансово устойчивыми. Помимо этого из 22-х финансовых коэффициентов он выделил всего 5, по его мнению, наиболее полно отражающих деятельность предприятия. После этого он использовал инструментарий множественного дискриминантного анализа для определения весовых значений у коэффициентов в интегральной модели. В итоге он получил статистическую классификационную модель для определения класса предприятия (банкрот/небанкрот/зона неопределенности).

Зачастую некорректно говорят, что Альтман изобрел математический инструментарий множественного дискриминантного анализа (т.к. MDA-анализ первый предложил Фишер (R.A.Fisher)). Альтман был новатором в применении этого инструмента для оценки риска банкротства.

### Двухфакторная модель Альтмана

$$Z = -0.3877 - 1.073 \cdot X1 + 0.0579 \cdot X2$$

X1 – Коэффициент текущей ликвидности,

X2 – Коэффициент капитализации .

$$\text{Коэффициент текущей ликвидности} = \frac{\text{Оборотные активы}}{\text{Краткосрочные обязательства}} = \frac{\text{стр.1200}}{(\text{стр.1510} + \text{стр.1520})}$$

$$\text{Коэффициент капитализации} = \frac{(\text{Долгосрочные обязательства} + \text{Краткосрочные обязательства})}{\text{Собственный капитал}} = \frac{(\text{стр.1400} + \text{стр.1500})}{\text{стр.1300}}$$

Коэффициент капитализации иногда в отечественной литературе называют коэффициентом самофинансирования или отношению заемных средств к активу.

### Оценка по пятифакторной модели Альтмана

Z < 0 — вероятность банкротства меньше 50% и уменьшается по мере уменьшения значения Z,

Z > 0 – вероятность банкротства больше 50% и увеличивается по мере увеличения значения Z,

Z = 0 – вероятность банкротства равна 50%.



## Пятифакторная модель Альтмана

В 1968 году профессор Эдвард Альтман предлагает свою, ставшую классической, пятифакторную модель прогнозирования вероятности банкротства предприятия. Формула расчета интегрального показателя следующая:

$$Z = 1.2 \cdot X_1 + 1.4 \cdot X_2 + 3.3 \cdot X_3 + 0.6 \cdot X_4 + X_5$$

Коэффициент	Формула расчета	Расчет по РСБУ	Расчет по МСФО
X1	$X_1 = \text{Оборотный капитал} / \text{Активы}$	$(\text{cmp.1200} - \text{cmp.1500}) / \text{cmp.1600}$	$(\text{Working Capital}) / \text{Total Assets}$
X2	$X_2 = \text{Нераспределенная прибыль} / \text{Активы}$	$\text{cmp.2400} / \text{cmp.1600}$	$\text{Retained Earnings} / \text{Total Assets}$
X3	$X_3 = \text{Операционная прибыль} / \text{Активы}$	$\text{cmp.2300} / \text{cmp.1600}$	$\text{EBIT} / \text{Total Assets}$
X4	$X_4 = \text{Рыночная стоимость акций} / \text{Обязательства}$	$\text{рыночная стоимость акций} / (\text{cmp.1400} + \text{cmp.1500})$	$\text{Market value of Equity} / \text{Book value of Total Liabilities}$
X5	$X_5 = \text{Выручка} / \text{Активы}$	$\text{cmp.2110} / \text{cmp.1600}$	$\text{Sales} / \text{Total Assets}$

Примечание:

Нераспределенная прибыль в формуле = Чистая прибыль,

Операционная прибыль в формуле = Прибыль до налогообложения = EBIT

Рыночная стоимость акций = рыночная стоимость акционерного капитала компании = Рыночная капитализация = MVE

### Оценка по пятифакторной модели Альтмана

Если  $Z > 2,9$  – зона финансовой устойчивости («зеленая» зона).

Если  $1,8 < Z < 2,9$  – зона неопределенности («серая» зона).

Если  $Z < 1,8$  – зона финансового риска («красная» зона).

Точность прогноза по модели Альтмана на выборках различных лет представлена на картинке ниже. Вне скобок стоит точность классификации банкротов, а в скобках указана точность модели Альтмана в оценке финансово устойчивых предприятия.

			1969-1975	1976-1995	1997-1999
Year Prior To Failure	Original Sample (33)	Holdout Sample (25)	Predictive Sample (86)	Predictive Sample (110)	Predictive Sample (120)
1	94% (88%)	96% (72%)	82% (75%)	85% (78%)	94% (84%)

Оценка точности модели Альтмана за разные периоды

**Тестовый период 1969-1975:** проверка модели на 86 предприятиях дала точность по прогнозированию банкротства – 82%, прогнозированию финансовой состоятельности – 75%.

**Тестовый период 1997-1999,** как самый близкий к настоящему времени: проверка модели на 120 предприятиях банкротах и 120 предприятиях небанкротов дала точность 94% в прогнозировании банкротства и 84% в прогнозировании финансовой устойчивости предприятия.

### Модель Альтмана для частных компаний

В 1983 году Альтман предложил модель для частных компаний, не размещающих свои акции на фондовом рынке. Формула расчета интегрального показателя следующая:

$$Z^* = 0.717 \cdot X_1 + 0.847 \cdot X_2 + 3.107 \cdot X_3 + 0.420 \cdot X_4 + 0.998 \cdot X_5$$

Коэфф ициен т	Формула расчета	Расчет по РСБУ	Расчет по МСФО
X1	$X_1 = \text{Оборотный капитал} / \text{Активы}$	$(\text{cmp.1200} - \text{cmp.1500}) / \text{cmp.1600}$	$(\text{Working Capital}) / \text{Total Assets}$
X2	$X_2 = \text{Нераспределенная прибыль} / \text{Активы}$	$\text{cmp.2400} / \text{cmp.1600}$	$\text{Retained Earnings} / \text{Total Assets}$
X3	$X_3 = \text{Операционная прибыль} / \text{Активы}$	$\text{cmp.2300} / \text{cmp.1600}$	$\text{EBIT} / \text{Total Assets}$
X4	$X_4 = \text{Собственный капитал} / \text{Обязательства}$	$\text{cmp.1300} / (\text{cmp.1400} + \text{cmp.1500})$	$\text{Value of Equity} / \text{Book value of Total Liabilities}$
X5	$X_5 = \text{Выручка} / \text{Активы}$	$\text{cmp.2110} / \text{cmp.1600}$	$\text{Sales} / \text{Total Assets}$

#### Примечание:

Четвертый коэффициент  $X_4$  отличается коэффициента предыдущей пятифакторной модели Альтмана. В формуле за место рыночной стоимости акций берется значение собственного капитала. Точность пятифакторной модифицированной модели Альтмана – 90,9% в прогнозировании банкротства предприятия за 1 год до его наступления.

#### Оценка по пятифакторной модифицированной модели Альтмана

Если  $Z^* > 2,9$  – зона финансовой устойчивости («зеленая» зона).

Если  $1,23 < Z^* < 2,9$  – зона неопределенности («серая» зона).

Если  $Z^* < 1,23$  – зона финансового риска («красная» зона).

#### Модель Альтмана для непроизводственных предприятий

В 1993 году Альтмана предложил модель для непроизводственных предприятий. Формула расчета интегрального показателя следующая:

$$Z^{**} = 6.56 \cdot X_1 + 3.26 \cdot X_2 + 6.72 \cdot X_3 + 1.05 \cdot X_4$$

Коэффициент	Формула расчета	Расчет по РСБУ	Расчет по МСФО
$X_1$	$X_1 = \text{Оборотный капитал} / \text{Активы}$	$(\text{смп.1200} - \text{смп.1500}) / \text{смп.1600}$	$(\text{Working Capital}) / \text{Total Assets}$
$X_2$	$X_2 = \text{Нераспределенная прибыль} / \text{Активы}$	$\text{смп.2400} / \text{смп.1600}$	$\text{Retained Earnings} / \text{Total Assets}$
$X_3$	$X_3 = \text{Операционная прибыль} / \text{Активы}$	$\text{смп.2300} / \text{смп.1600}$	$\text{EBIT} / \text{Total Assets}$
$X_4$	$X_4 = \text{Собственный капитал} / \text{Обязательства}$	$\text{смп.1300} / (\text{смп.1400} + \text{смп.1500})$	$\text{Value of Equity} / \text{Book value of Total Liabilities}$

Точность модели Альтмана для непроизводственных предприятий – 90,9% в прогнозировании банкротства предприятия за 1 год.

#### Корректировка для модели для развивающихся рынков и России

Для развивающихся рынков Альтман добавляет к формуле константу +3.25. Формула получается следующая:

$$Z^{**} = 3.25 + 6.56 \cdot X_1 + 3.26 \cdot X_2 + 6.72 \cdot X_3 + 1.05 \cdot X_4$$

Данная формула подходит для развивающихся стран, куда можно отнести и российскую экономику.

#### Оценка по четырехфакторной модели Альтмана

Если  $Z^{**} > 2,6$  – зона финансовой устойчивости («зеленая» зона).

Если  $1,1 < Z^{**} < 2,6$  – зона неопределенности («серая» зона).

Если  $Z^{**} < 1,1$  – зона финансового риска («красная» зона).

#### Модель Альтмана-Сабато оценки риска банкротства (logit-модель)

Альтман совместно с Габриэлем Сабато в 2007 году предложил модель на основе инструментария логистической регрессии (logit-модель). Формула расчета выглядит следующим образом:

$$P = \frac{1}{1 + e^Y}$$
$$P = 1 / (1 + e^{-Y})$$

где  $P$  – вероятность наступления банкротства в долях единицы (принимает значения от 0 до 1);  $e$  – основание натурального логарифма (равно значению 2,71828);  $Y$  – коэффициент – интегральный показатель, вычисляемый в зависимости от разработанной модели. (у альтмана со знаком минус)

$$Y = 4.28 + 0.18 \cdot X_1 - 0.01 \cdot X_2 + 0.08 \cdot X_3 + 0.02 \cdot X_4 + 0.19 \cdot X_5$$

$X_1$  – прибыль до вычета налогов и процентов/Активы

$X_2$  – краткосрочные обязательства/Капитал

$X_3$  – чистая прибыль/Активы

$X_4$  – денежные средства/Активы

$X_5$  – прибыль до вычета налогов и процентов/проценты к уплате

В результате расчета получится значение от 0 до 1 (вероятность банкротства). К примеру, значение 0,4 будет говорить о 40% вероятности банкротства, а значение 0,9 о 90% вероятности. По сути, если  $P > 0,5$ , то предприятие можно отнести к классу банкротов, а если  $P < 0,5$ , то финансово стабильным. Как вы заметили в этой модели нет «серой зоны» неопределенности.

#### Модель Альтмана и кредитный рейтинг

Оценка предприятия по модели Альтмана тесно связана с кредитным рейтингом. Кредитный рейтинг дается рейтинговым агентством, когда оценку по модели Альтмана можно сделать самому предприятию, что очень удобно. Значение  $Z$ -score напрямую коррелируется со значением рейтинга от международных рейтинговых агентств.

## Резюме

Итак, мы разобрали модель Альтмана и все ее основные вариации: двухфакторную, пятифакторную, модифицированную пятифакторную, четырехфакторную и пятифакторную logit-модель. Применять модель Альтмана для российских предприятий нужно с осторожностью, так как Альтман строил свою модель на статистической выборке американских предприятий. В Америке другой стандарт бухгалтерской отчетности (GAAP), поэтому коэффициенты получаются несколько различными. Тем не менее, ее можно использовать в качестве рекомендательной модели, так как она универсальна и включает в себя основные финансовые коэффициенты.

### Связь значения **Z—score** в модели Альтмана с рейтингом от Moody's

Интересна иллюстрация сравнения значения интегрального показателя по модели Альтмана и кредитного рейтинга Moody's. Можно найти прямую зависимость, что чем выше значение Z-score, тем выше кредитный рейтинг. К примеру, у компании Microsoft Z-score по модели Альтмана равен 5,93 и у нее самый высший рейтинг Aaa.

Company	Z-Score	Bond Rating (Moody's)
Microsoft	5.93	Aaa
McDonald's	5.1	A3
PepsiCo	4.91	Aa3
3M	4.45	Aa2
Best Buy	4.19	Baa2
Staples	3.78	Baa2
Burger King	2.61	B2
Del Monte	2.42	Ba2
Macy's	1.81	Ba1
CBS	1.05	Baa3

*Связь оценки по модели Альтмана и кредитного рейтинга Moody's*

Еще один пример, из [отчета Альтмана](#), в котором видно соотношение рейтинга S&P и значения Z-score по модели Альтмана. Так, он взял 11 компаний с рейтингом AAA и нашел, что среднее значение Z для них – 5,02, а стандартное отклонение 1,5. Это значит, что если компания имеет значение Z-score от 3,52 до 6,52, то у нее рейтинг по шкале S&P – AAA. Аналогично он сделал и для остальных рейтинговых оценок.

Average Z-Scores by S&P Bond Rating 1995 – 1999			
	Average Annual Number of Firms	Average Z-Score	Standard Deviation
AAA	11	5.02	1.50
AA	46	4.30	1.81
A	131	3.60	2.26
BBB	107	2.78	1.50
BB	50	2.45	1.62
B	80	1.67	1.22
CCC	10	0.95	1.10

*Связь оценки по модели Альтмана и кредитного рейтинга S&P*

## Методика оценки активов на основе методологических разработок Сбербанка РФ

используются три группы оценочных показателей:

- коэффициенты ликвидности;
- коэффициент наличия собственных средств;
- показатели оборачиваемости и рентабельности.

Таблица: Основные оценочные показатели методики Сбербанка

№	Наименование показателя	Способ расчета	Пояснение
1	2	3	4
1.	К 1 Коэффициент абсолютной ликвидности	$K1 = (\text{ф.1})$ стр. 1250/ (стр.1510+стр.1520) или стр.1500	-показывает какая часть краткосрочных долговых обязательств может быть при необходимости погашена за счет имеющихся денежных средств, средств на депозитных счетах и высоколиквидных краткосрочных ценных бумаг .  - при расчете коэффициента по строке 253 учитываются только государственные ценные бумаги, ценные бумаги Сбербанка России и средства на депозитных счетах. При отсутствии соответствующей информации строка 253 при расчете K1 не учитывается.
2.	К2 Промежуточный коэффициент покрытия (коэффициент быстрой ликвидности)	$K2 = (\text{ф.1})$ (стр. 1250+стр.1232+стр.1240)/ (стр.1510+стр.1520) или стр.1500	-характеризует способность предприятия оперативно высвободить из хозяйственного оборота денежные средства и погасить долговые обязательства.
3.	К3 Коэффициент текущей ликвидности (общий коэффициент покрытия)	$K3 = (\text{ф.1})$ стр.1200/ (стр.1510+стр.1520) или стр.1500	-дает общую оценку ликвидности предприятия, в расчет которого в числителе включаются все оборотные активы
4.	К4 Коэффициент наличия собственных средств	$K4 = (\text{ф.1})$ стр.1300/стр.1700	-показывает долю собственных средств предприятия в общем объеме средств предприятия.
5.	К5 Рентабельность продукции (или рентабельность продаж)	$K5 = \text{стр.2200/стр.2110}$ (ф.2)	- показывает долю прибыли от реализации в выручке от реализации.
6.	К6 Рентабельность деятельности предприятия	$K6 = \text{стр.2400/стр.2110}$ (ф.2)	- показывает долю чистой прибыли в выручке от реализации.

Другие показатели оборачиваемости и рентабельности используются для общей характеристики и рассматриваются как дополнительные к первым шести показателям.

Оборачиваемость разных элементов оборотных активов и кредиторской задолженности рассчитывается в днях исходя из объема дневных продаж (однодневной выручки от реализации).

**Оборачиваемость оборотных активов:** средняя стоимость оборотных активов (стр.290 ф.1) / объем дневных продаж

**Оборачиваемость дебиторской задолженности:** средняя стоимость дебиторской задолженности (стр.230 + 240 ф.1) / объем дневных продаж

**Оборачиваемость запасов:** средняя стоимость запасов (стр.210 ф.1) / объем дневных продаж

**Достаточные значения показателей:**

- К1 - 0,1
- К2 - 0,8
- К3 - 1,5
- К4 - 0,4 - для всех Заемщиков, кроме предприятий торговли
- 0,25 - для предприятий торговли
- К5 - 0,10
- К6 - 0,06

**Таблица: Дифференциация показателей по категориям**

Коэффициенты	1 категория	2 категория	3 категория
К1	0,1 и выше	0,05-0,1	менее 0,05
К2	0,8 и выше	0,5-0,8	менее 0,5
К3	1,5 и выше	1,0-1,5	менее 1,0
К4			
кроме торговли	0,4 и выше	0,25-0,4	менее 0,25
Для торговли	0,25 и выше	0,15-0,25	менее 0,15
К5	0,10 и выше	менее 0,10	нерентаб.
К6	0,06 и выше	менее 0,06	нерентаб.

**Таблица: Расчет суммы баллов**

Показатель	Фактическое значение	Категория	Вес показателя	Расчет суммы баллов
1	2	3	4	5
К 1			0,05	
К 2			0,10	
К 3			0,40	
К 4			0,20	
К 5			0,15	
К 6			0,10	
Итого:	х	х	1	

Формула расчета суммы баллов S имеет вид:

**$S = 0,05 \times \text{Категория К1} + 0,10 \times \text{Категория К2} + 0,40 \times \text{Категория К3} + 0,20 \times \text{Категория К4} + 0,15 \times \text{Категория К5} + 0,10 \times \text{Категория К6}.$**

Для остальных показателей третьей группы (оборачиваемость и рентабельность) не устанавливаются оптимальные или критические значения ввиду большой зависимости этих значений от специфики предприятия, отраслевой принадлежности и других конкретных условий.

Сумма баллов S влияет на рейтинг организации следующим образом:

**1 класс** кредитоспособности: S = 1,25 и менее. Обязательным условием отнесения Заемщика к данному классу является значение коэффициента К5 на уровне, установленном для 1-го класса кредитоспособности;

**2 класс** кредитоспособности: значение S находится в диапазоне от 1,25(невключительно) до 2,35 (включительно). Обязательным условием отнесения Заемщика к данному классу является значение коэффициента К5 на уровне, установленном не ниже, чем для 2-го класса кредитоспособности;

**3 класс** кредитоспособности: значение S больше 2,35.

Далее определенный таким образом предварительный рейтинг корректируется с учетом других показателей и качественной оценки Заемщика. При отрицательном влиянии этих факторов рейтинг может быть снижен на один класс.

## Управление запасами

Направления управления запасами

1. Оптимальный размер заказа
2. Точка заказа
3. Создание резервного запаса

### Модель экономически обоснованного размера заказа (EOQ) или модель Уилсона

Для оптимизации размера текущих запасов товарно-материальных ценностей используется ряд моделей, среди которых наибольшее распространение получила **модель экономически обоснованного размера заказа** Уилсона (Economic Ordering Quantity model — EOQ).

Модель EOQ может быть использована для оптимизации размера как производственных запасов, так и запасов готовой продукции, давая ответ на вопрос, какой объем запаса данного вида предприятие должно приобретать одновременно. Оптимальный размер заказа понимается как объем регулярных поставок, при котором обеспечивается необходимое предприятию количество запасов и минимизируются совокупные затраты по закупке и хранению запасов на складе.

В основе расчета лежит деление всех затрат, связанных с запасами (за исключением расходов на их приобретение, общая сумма которых неизменна и зависит только от величины годового потребления данного вида запаса) на **две группы в зависимости от изменения совокупных затрат при изменении объема партии заказа**:

1. Затраты, которые связаны с заказом очередной партии запасов (включая расходы по транспортировке и приемке товаров) и не зависят от величины партии.
2. Затраты по хранению товаров на складе в течение определенного времени, которые зависят от объема запасов.

Очевидно, что с позиции минимизации первой группы затрат предприятию выгодно завозить сырье, материалы или товары для перепродажи как можно более высокими партиями. Чем больше размер каждой партии поставки, тем меньше количество заказов в течение рассматриваемого периода, соответственно ниже и совокупный размер операционных затрат по оформлению заказов, доставке заказанных товаров на склад и их приемке.

С позиции сокращения затрат второй группы выгодно максимально сократить количество запасов, находящихся в каждый момент на складе, вплоть до минимально допустимого нормативного уровня, поскольку большие размеры запасов влекут за собой и высокие операционные затраты по их хранению.

Таким образом, **с ростом размера партии заказа снижаются операционные затраты по размещению заказа (затраты первой группы) и возрастают операционные затраты по хранению товарных запасов на складе организации (затраты второй группы) и наоборот**. Модель EOQ позволяет оптимизировать размер партии заказа таким образом, чтобы совокупная сумма затрат была минимальной.

Оптимальный размер заказа

$$q_0 = \sqrt{\frac{2C_1Q}{C_2}}$$

$q_0$  - Оптимальный размер заказа

$C_1$  – стоимость выполнения одного заказа, руб. (накладные расходы);

$Q$  – потребность в товарно-материальных ценностях за определенный период времени (год), шт.;

$C_2$  – затраты на содержание единицы запаса, руб./шт.:

- аренда дополнительных складских помещений;
- плата за особые условия хранения;
- страховка;
- порча товара или его моральный износ;
- неполученный альтернативный доход;

Анализируя данную формулу, можно сделать выводы, полезные в практической деятельности предприятия:

- общая сумма затрат для данного размера заказа является наименьшей тогда, когда расходы по оформлению заказа равны издержкам по содержанию соответствующего запаса;



- в некоторых пределах (вблизи минимальной точки) общая сумма затрат по заказам различного объема изменяется весьма незначительно. Однако вне этих пределов издержки резко растут или снижаются;
- в большинстве случаев предприятию обошлось бы гораздо дороже заказывать слишком мало, чем заказывать слишком много;
- изменение стоимости хранения запаса оказывает гораздо большее влияние на оптимальный объем заказа, чем изменение в издержках по оформлению партии заказа.

Использование данной модели предполагает целый ряд допущений, которые тем не менее не слишком ограничивают возможности ее практического применения:

- модель применяется для одного конкретного вида товара, количество которого непрерывно измеряется;
- уровень спроса на товар известен, постоянен в течение времени и независим;
- товар производится или закупается отдельными партиями;
- заказ приходит отдельной поставкой;
- время доставки и затраты по заказу постоянны;
- расход запасов непрерывен;
- не рассматривается случай дополнительной поставки товара;
- не рассматривается случай скидки за большой объем поставки

### Точка заказа (ТЗ) **RP (Reorder Point)**

**Точкой возобновления заказа RP (Reorder Point)** называется такое количество запаса на складе, при котором необходимо делать очередной заказ.

Важно определить момент, когда предприятие должно заказывать новую партию товара.

Величина **RP** зависит от интенсивности расходования данного вида запаса, времени, требуемого для изготовления и доставки партии заказа, и величины страхового резерва **RQ**, определенного на предприятии для данного вида продукции:

$$RP = RQ + DQ \cdot T,$$

- **DQ** — ежедневный расход запасов;
- **T** — время изготовления и доставки партии заказа (в днях).

Для построения эффективных систем контроля над движением товарно-материальных запасов на предприятиях часто используют **систему ABC**.

**Система контроля над запасами ABC** — это система объемно-стоимостного анализа, позволяющего разделить все виды запасов на группы в соответствии с объемами реализации и величиной получаемой прибыли.

В большинстве случаев оказывается, что основной объем реализации (70-80%) обеспечивается весьма немногими номенклатурными позициями (10-20%) — действие так называемого принципа Парето. Сосредоточение внимания на наиболее важных для предприятия товарах и изделиях позволяет более эффективно ими управлять, не расходуя лишние средства и время на менее значимые позиции.

Суть данной системы состоит в разделении всей совокупности запасов товарно-материальных ценностей на три категории исходя из их стоимости, объема и частоты расходования, отрицательных последствий их недостатка для хода операционной деятельности и финансовых результатов и т. п.

**В категорию «А»** включают наиболее дорогостоящие виды запасов с продолжительным циклом исполнения заказа, которые требуют постоянного мониторинга в связи с серьезностью финансовых последствий, вызываемых их недостатком. Частота завоза этой категории запасов определяется, как правило, на основе модели ЕОQ. Количество видов конкретных товарно-материальных ценностей, входящих в категорию «А», обычно ограничено и требует еженедельного контроля.

**В категорию «В»** включают товарно-материальные ценности, имеющие меньшую значимость в обеспечении бесперебойного операционного процесса и формировании конечных финансовых результатов. Запасы этой группы контролируются обычно один раз в месяц.

**В категорию «С»** включают все остальные товарно-материальные ценности с низкой стоимостью, не играющие значимой роли в формировании конечных финансовых результатов. Объем закупок таких ценностей может быть довольно большим, поэтому контроль над их движением осуществляется не чаще одного раза в квартал.

### Создание резервного запаса

Страховой, или гарантийный, запас необходим на каждом предприятии для гарантии непрерывности процесса производства в случаях нарушений условий и сроков поставок материалов поставщиками, транспортом или отгрузки некомплектных партий.

Страховой запас принимается, как правило, в размере 50% текущего запаса, но может быть и меньше этой величины в зависимости от месторасположения поставщиков и уменьшения вероятности перебоев в поставках.

## 3 УПРАВЛЕНИЕ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ

первостепенной задачей является:

- Обеспечение безопасности предприятия
- Обеспечение платежеспособности предприятия
- Поддержание текущей ликвидности

### Определения дебиторской задолженности

Сфера применения (подход)	Определение
<b>Экономическая</b>	Сумма долгов, причитающихся предприятию от юридических и физических лиц в итоге хозяйственных взаимоотношений с ними
<b>Бухгалтерская</b>	Статья активов в бухгалтерском балансе
<b>Юридическая</b>	Имущественные права (требования), принадлежащие организации как кредитору по неисполненным денежным обязательствам третьих лиц
<b>Финансовая</b>	Совокупность специфических финансовых отношений по поводу способов и сроков расчетов между поставщиками и покупателями, принимающая форму оборотного актива поставщика – потенциально положительного денежного потока

### Причина возникновения ДЗ



Вид дебиторской задолженности	Причина возникновения
<b>1. Задолженность покупателей и заказчиков</b>	Предоставление покупателям (заказчикам) отсрочки платежа за товары, работы, услуги (коммерческий кредит).
<b>2. Прочая дебиторская задолженность, в том числе:</b>	
<b>Векселя к получению</b>	Получение обеспечения в счет предоставленного коммерческого кредита.
<b>Задолженность дочерних и зависимых обществ</b>	Совершение хозяйственных операций с аффилированными лицами.
<b>Задолженность участников (учредителей) по вкладам в УК</b>	Формирование собственного капитала компании.
<b>Авансы выданные</b>	Предоплата за товары, работы, услуги, поставляемые поставщиками.
<b>Прочие дебиторы</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Совершение хозяйственных операций с физ. лицами.</li> <li>2. Переплата (суммы к возмещению по налогам и сборам).</li> <li>3. Прочие расчеты с юридическими лицами.</li> </ol>

#### Срок задолженности

- краткосрочная
- долгосрочная

#### Качество задолженности

- текущая
- просроченная (сомнительная
- и безнадежная)

Формирование политики управления дебиторской задолженностью организации (или ее кредитной политики по отношению к покупателям продукции) осуществляется по следующим основным этапам.

1. Анализ дебиторской задолженности организации в предшествующем периоде.
2. Формирование принципов кредитной политики по отношению к покупателям продукции.
3. Определение возможной суммы оборотного капитала, направляемого в дебиторскую задолженность по товарному (коммерческому) кредиту.
4. Формирование системы кредитных условий.
5. Формирование стандартов оценки покупателей и дифференциации условий предоставления кредита.
6. Формирование процедуры инкассации дебиторской задолженности.
7. Обеспечение использования в организации современных форм рефинансирования дебиторской задолженности.
8. Построение эффективных систем контроля за движением и своевременной инкассацией дебиторской задолженности.

Рассмотрим каждый этап более подробно.

#### Анализ дебиторской задолженности организации в предшествующем периоде

Основной задачей этого анализа является оценка уровня и состава дебиторской задолженности организации, а также эффективности инвестированных в нее финансовых средств. Анализ дебиторской задолженности по расчетам с покупателями проводится в разрезе товарного (коммерческого) и потребительского кредита.

На первом этапе анализа оценивается уровень дебиторской задолженности организации и его динамика в предшествующем периоде. Оценка этого уровня осуществляется на основе определения коэффициента отвлечения оборотных активов в дебиторскую задолженность, который рассчитывается по следующей формуле:

$$КОАдз = ДЗ/ОА,$$

где  $КОАдз$  " коэффициент отвлечения оборотных активов в дебиторскую задолженность;  
 $ДЗ$  " общая сумма дебиторской задолженности организации (или сумма задолженности отдельно по товарному и потребительскому кредиту);  
 $ОА$  " общая сумма оборотных активов организации.

На втором этапе анализа определяются средний период инкассации дебиторской задолженности и количество ее оборотов в рассматриваемом периоде. Средний период инкассации дебиторской задолженности характеризует ее роль в фактической продолжительности финансового и общего операционного цикла организации. Этот показатель рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ПИДз} = \text{ДЗср} / \text{Оо},$$

где ПИДз " средний период инкассации дебиторской задолженности;  
ДЗср " средний остаток дебиторской задолженности организации (в целом или отдельных ее видов) в рассматриваемом периоде;

Оо " сумма однодневного оборота по реализации продукции в рассматриваемом периоде.

Количество оборотов дебиторской задолженности характеризует скорость обращения инвестированных в нее средств в течение определенного периода. Этот показатель рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{КОдз} = \text{ОР} / \text{ДЗср},$$

где КОдз " количество оборотов дебиторской задолженности организации в рассматриваемом периоде;  
ОР " общая сумма оборота по реализации продукции в рассматриваемом периоде;  
ДЗср " средний остаток дебиторской задолженности организации (в целом или отдельных ее видов) в рассматриваемом периоде.

На третьем этапе анализа оценивается состав дебиторской задолженности организации по отдельным ее "возрастным группам", т.е. по предусмотренным срокам ее инкассации.

На четвертом этапе анализа подробно рассматривается состав просроченной дебиторской задолженности, выделяются сомнительная и безнадежная задолженность. В процессе этого анализа используются следующие показатели:

- коэффициент просроченности дебиторской задолженности:

$$\text{КПдз} = \text{ДЗпр} / \text{ДЗ},$$

где КПдз " коэффициент просроченности дебиторской задолженности;  
ДЗпр " сумма дебиторской задолженности, неоплаченной в предусмотренные сроки; ДЗ " общая сумма дебиторской задолженности организации;

- средний "возраст" просроченной (сомнительной, безнадежной) дебиторской задолженности:

$$\text{ВПдз} = \text{ДЗпр} / \text{Оо},$$

где ВПдз " средний "возраст" просроченной (сомнительной, безнадежной) дебиторской задолженности;  
ДЗпр " средний остаток дебиторской задолженности, неоплаченной в срок (сомнительной, безнадежной), в рассматриваемом периоде;  
Оо " сумма однодневного оборота по реализации в рассматриваемом периоде.

На пятом этапе анализа определяют сумму эффекта, полученного от инвестирования средств в дебиторскую задолженность. В этих целях сумму дополнительной прибыли, полученной от увеличения объема реализации продукции за счет предоставления кредита, сопоставляют с суммой дополнительных затрат по оформлению кредита и инкассации долга, а также прямых финансовых потерь от невозврата долга покупателями (безнадежная дебиторская задолженность, списанная в связи с неплатежеспособностью покупателей и истечением сроков исковой давности). Расчет этого эффекта осуществляется по следующей формуле:

$$\text{Эдз} = \text{Пдз} - \text{ТЗдз} - \text{ФПдз},$$

где Эдз " сумма эффекта, полученного от инвестирования средств в дебиторскую задолженность по расчетам с покупателями;

Пдз " дополнительная прибыль организации, полученная от увеличения объема реализации продукции за счет предоставления кредита;

ТЗдз " текущие затраты организации, связанные с организацией кредитования покупателей и инкассацией долга;

ФПдз " сумма прямых финансовых потерь от невозврата долга покупателями.

Наряду с абсолютной суммой эффекта в процессе этого этапа анализа может быть определен и относительный показатель " коэффициент эффективности инвестирования средств в дебиторскую задолженность. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{КЭдз} = \text{Эдз} / \text{ДЗрп},$$

где КЭдз " коэффициент эффективности инвестирования средств в дебиторскую задолженность по расчетам с покупателями;

Эдз " сумма эффекта, полученного от инвестирования средств в дебиторскую задолженность по расчетам с покупателями в определенном периоде;

ДЗрп " средний остаток дебиторской задолженности по расчетам с покупателями в рассматриваемом периоде.

Результаты анализа используются в процессе последующей разработки отдельных параметров кредитной политики организации.

### **Формирование принципов кредитной политики по отношению к покупателям продукции**

В современной коммерческой и финансовой практике реализация продукции в кредит (с отсрочкой платежа за нее) получила широкое распространение как в нашей стране, так и в странах с развитой рыночной экономикой. Формирование принципов кредитной политики отражает условия этой практики и направлено на повышение эффективности операционной и финансовой деятельности организации.

В процессе формирования принципов кредитной политики по отношению к покупателям продукции решаются два основных вопроса:

- в каких формах осуществлять реализацию продукции в кредит;
- какой тип кредитной политики следует избрать организации.

В процессе выбора типа кредитной политики должны учитываться следующие основные факторы:

- современная коммерческая и финансовая практика осуществления торговых операций;
- общее состояние экономики, определяющее финансовые возможности покупателей, уровень их платежеспособности;
- сложившаяся конъюнктура товарного рынка, состояние спроса на продукцию организации;
- потенциальная способность предприятия наращивать объем производства продукции при расширении возможностей ее реализации за счет предоставления кредита;
- правовые условия обеспечения взыскания дебиторской задолженности;
- финансовые возможности предприятия в части отвлечения средств в дебиторскую задолженность;
- финансовый менталитет собственников и менеджеров организации, их отношение к уровню допустимого риска в процессе осуществления хозяйственной деятельности.

Определяя тип кредитной политики, следует иметь в виду, что жесткий (консервативный) ее вариант отрицательно влияет на рост объема операционной деятельности организации и формирование устойчивых коммерческих связей, в то время как мягкий (агрессивный) ее вариант может вызвать чрезмерное отвлечение финансовых средств, снизить уровень платежеспособности организации, вызвать впоследствии значительные расходы по взысканию долгов, а в конечном итоге снизить рентабельность оборотных активов и используемого капитала.

### **Определение возможной суммы финансовых средств, инвестируемых в дебиторскую задолженность по товарному (коммерческому) и потребительскому кредиту**

При расчете этой суммы необходимо учитывать:

- планируемые объемы реализации продукции в кредит;
- средний период предоставления отсрочки платежа по отдельным формам кредита;
- средний период просрочки платежей, исходя из сложившейся хозяйственной практики (он определяется по результатам анализа дебиторской задолженности в предшествующем периоде);
- коэффициент соотношения себестоимости и цены реализуемой в кредит продукции.

Расчет необходимой суммы финансовых средств, инвестируемых в дебиторскую задолженность, осуществляется по следующей формуле:

$$\text{Идз} = \text{Орк} \times \text{Кс:ц} \times (\text{ППКср} + \text{ПРср}) : 360$$

где Идз " необходимая сумма финансовых средств, инвестируемых в дебиторскую задолженность;

Орк " планируемый объем реализации продукции в кредит;

Кс:ц " коэффициент соотношения себестоимости и цены продукции, выраженный десятичной дробью;

ППКср, " средний период предоставления кредита покупателям, в днях;

ПРср " средний период просрочки платежей по предоставленному кредиту, в днях.

Если финансовые возможности организации не позволяют инвестировать расчетную сумму средств в полном объеме, то при неизменности условий кредитования должен быть соответственно скорректирован планируемый объем реализации продукции в кредит.

### **Формирование системы кредитных условий**

В состав этих условий входят следующие элементы:

- срок предоставления кредита (кредитный период);
- размер предоставляемого кредита (кредитный лимит);
- стоимость предоставления кредита (система ценовых скидок при осуществлении немедленных расчетов за приобретенную продукцию);
- система штрафных санкций за просрочку исполнения обязательств покупателями.

Срок предоставления кредита (кредитный период) характеризует предельный период, на который покупателю предоставляется отсрочка платежа за реализованную продукцию. Увеличение срока предоставления кредита стимулирует объем реализации продукции (при прочих равных условиях), однако приводит в то же время к увеличению суммы финансовых средств, инвестируемых в дебиторскую

задолженность, и увеличению продолжительности финансового и всего операционного цикла организации. Поэтому, устанавливая размер кредитного периода, необходимо оценивать его влияние на результаты хозяйственной деятельности в комплексе.

Размер предоставляемого кредита (кредитный лимит) характеризует максимальный предел суммы задолженности покупателя по предоставляемому товарному (коммерческому) или потребительскому кредиту. Он устанавливается с учетом типа осуществляемой кредитной политики (уровня приемлемого риска), планируемого объема реализации продукции на условиях отсрочки платежей, среднего объема сделок по реализации готовой продукции (при потребительском кредите "средней стоимости реализуемых в кредит товаров), финансового состояния организации " кредитора и других факторов. Кредитный лимит дифференцируется по формам предоставляемого кредита и видам реализуемой продукции.

Стоимость предоставления кредита характеризуется системой ценовых скидок при осуществлении немедленных расчетов за приобретенную продукцию. В сочетании со сроком предоставления кредита такая ценовая скидка характеризует норму процентной ставки за предоставляемый кредит, рассчитываемой для сопоставления в годовом исчислении. Алгоритм этого расчета характеризуется следующей формулой:

$$ПСК = ЦСн \times 360 / СПк,$$

где ПСК " годовая норма процентной ставки за предоставляемый кредит;  
ЦСн " ценовая скидка, предоставляемая покупателю при осуществлении немедленного расчета за приобретенную продукцию;  
в %, СПк " срок предоставления кредита (кредитный период), в днях.

Устанавливая стоимость товарного (коммерческого) или потребительского кредита, необходимо иметь в виду, что его размер не должен превышать уровень процентной ставки по краткосрочному финансовому (банковскому) кредиту. В противном случае он не будет стимулировать реализацию продукции в кредит, так как покупателю будет выгодней взять краткосрочный кредит в банке (на срок, равный кредитному периоду, установленному продавцом) и рассчитаться за приобретенную продукцию при ее покупке.

Система штрафных санкций за просрочку исполнения обязательств покупателями, формируемая в процессе разработки кредитных условий, должна предусматривать соответствующие пени, штрафы и неустойки. Размеры этих штрафных санкций должны полностью возмещать все финансовые потери организации-кредитора (потерю дохода, инфляционные потери, возмещение риска снижения уровня платежеспособности и другие).

#### **Формирование стандартов оценки покупателей и дифференциация условий предоставления кредита**

В основе установления таких стандартов оценки покупателей лежит их кредитоспособность. Кредитоспособность покупателя характеризует систему условий, определяющих его способность привлекать кредит в разных формах и в полном объеме в предусмотренные сроки выполнять все связанные с ним финансовые обязательства.

Формирование системы стандартов оценки покупателей включает следующие основные элементы:

- определение системы характеристик, оценивающих кредитоспособность отдельных групп покупателей;
- формирование и экспертизу информационной базы проведения оценки кредитоспособности покупателей;
- выбор методов оценки отдельных характеристик кредитоспособности покупателей;
- группировку покупателей продукции по уровню кредитоспособности;
- дифференциацию кредитных условий в соответствии с уровнем кредитоспособности покупателей.

Формирование стандартов оценки покупателей и дифференциация кредитных условий осуществляются раздельно по различным формам кредита " товарному и потребительскому. Определение системы характеристик, оценивающих кредитоспособность отдельных групп покупателей, является начальным этапом построения системы стандартов их оценки.

По товарному (коммерческому) кредиту такая оценка осуществляется обычно по следующим критериям:

- объем хозяйственных операций с покупателем и стабильность их осуществления;
- репутация покупателя в деловом мире;
- платежеспособность покупателя;
- результативность хозяйственной деятельности покупателя;
- состояние конъюнктуры товарного рынка, на котором покупатель осуществляет свою операционную деятельность;
- объем и состав чистых активов, которые могут составлять обеспечение кредита при неплатежеспособности покупателя и возбуждении дела о его банкротстве.

По потребительскому кредиту оценка осуществляется обычно по следующим критериям:

- дееспособность покупателя;

- уровень доходов покупателя и регулярность их формирования;
- состав личного имущества покупателя, которое может составлять обеспечение кредита при взыскании суммы долга в судебном порядке.

Цель формирования и экспертизы информационной базы проведения оценки кредитоспособности покупателей " обеспечение ее достоверности. Информационная база, используемая для этих целей, состоит:

- из сведений, предоставляемых непосредственно покупателем (их перечень дифференцируется в разрезе форм кредита);
- из данных, формируемых из внутренних источников (если сделки с покупателем носят постоянный характер);
- из информации, формируемой из внешних источников (коммерческого банка, обслуживающего покупателя; других его партнеров по сделкам и т.п.).

Экспертиза полученной информации осуществляется путем логической ее проверки, в процессе ведения коммерческих переговоров с покупателями, путем непосредственного посещения клиента (по потребительскому кредиту) с целью проверки состояния его имущества и в других формах в соответствии с объемом кредитования. Выбор методов оценки отдельных характеристик кредитоспособности покупателей определяется содержанием оцениваемых характеристик. В этих целях при оценке отдельных характеристик кредитоспособности покупателей, рассмотренных ранее, могут быть использованы статистический, нормативный, экспертный, балльный и другие методы.

Группировка покупателей продукции по уровню кредитоспособности основывается на результатах ее оценки и предусматривает обычно выделение следующих их категорий:

- покупатели, которым кредит может быть предоставлен в максимальном объеме, т.е. на уровне установленного кредитного лимита (группа "первоклассных заемщиков");
- покупатели, которым кредит может быть предоставлен в ограниченном объеме, определяемом уровнем допустимого риска невозврата долга;
- покупатели, которым кредит не предоставляется (при недопустимом уровне риска невозврата долга, определяемом типом избранной кредитной политики).

Дифференциация кредитных условий в соответствии с уровнем кредитоспособности покупателей наряду с размером кредитного лимита может осуществляться по таким параметрам, как:

- срок предоставления кредита;
- необходимость страхования кредита за счет покупателей;
- формы штрафных санкций и т.п.

### **Формирование процедуры инкассации дебиторской задолженности**

В составе этой процедуры должны быть предусмотрены сроки и формы предварительного и последующего напоминаний покупателям о дате платежей, возможности и условия пролонгирования долга по предоставленному кредиту, условия возбуждения дела о банкротстве несостоятельных дебиторов.

### **Обеспечение использования в организации современных форм рефинансирования дебиторской задолженности**

Развитие рыночных отношений и инфраструктуры финансового рынка позволяют использовать в практике финансового менеджмента ряд новых форм управления дебиторской задолженностью " ее рефинансирование, т.е. ускоренный перевод в другие формы оборотных активов организации: денежные средства и высоколиквидные краткосрочные ценные бумаги.

Основными формами рефинансирования дебиторской задолженности, используемыми в настоящее время, являются:

- факторинг;
- учет векселей, выданных покупателями продукции;
- форфейтинг.

### **Построение эффективных систем контроля за движением и своевременной инкассацией дебиторской задолженности**

Такой контроль организуется в рамках построения общей системы финансового контроля в организации как самостоятельный его блок.

Одним из видов таких систем является ABC-система применительно к портфелю дебиторской задолженности организации. В группу "А- включаются при этом наиболее крупные и сомнительные виды дебиторской задолженности (так называемые проблемные кредиты); в группу "В" - кредиты средних размеров; в группу "С" - остальные виды дебиторской задолженности, не оказывающие серьезного влияния на результаты финансовой деятельности организации.

Критерием оптимальности разработанной и осуществляемой кредитной политики любого типа и по любым формам предоставляемого кредита, а соответственно и среднего размера дебиторской задолженности по расчетам с покупателями за реализуемую им продукцию, выступает следующее условие:

$$ДЗ_о > ОПр \geq ОЗдз + ПСдз,$$

где  $ДЗ_о$  " оптимальный размер дебиторской задолженности предприятия при нормальном его финансовом состоянии;

$ОПр$  " дополнительная операционная прибыль, получаемая предприятием от увеличения продаж продукции в кредит;

$ОЗдз$  " дополнительные операционные затраты организации по обслуживанию дебиторской задолженности;

$ПСдз$  - размер потерь средств, инвестированных в дебиторскую задолженность из-за недобросовестности (неплатежеспособности) покупателей.

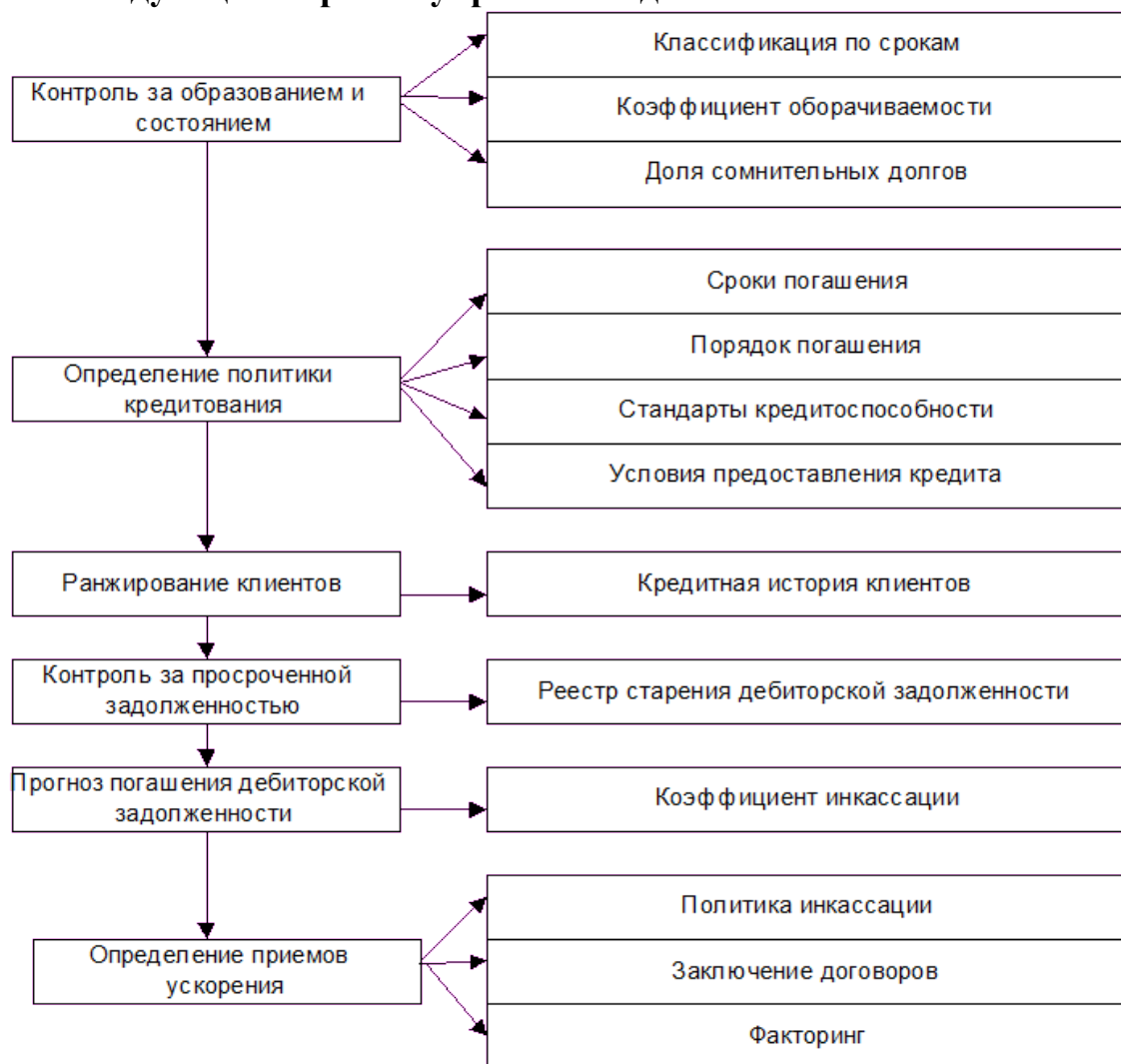
## . Выбор ответственных лиц (отдел) за работу с ДЗ в рамках компании

На данном этапе основное внимание уделяется вопросам выбора организационной структуры в организации для работы с ДЗ:

А) Описываются «+» и «-» работы различных ответственных лиц.

Сотрудник	Преимущества	Недостатки	Вывод
Сотрудник финансовой службы	первым узнает о возникновении долга, насколько он просрочен, и как он повлияет на деятельность Вашей компании	Заинтересован в отсутствии проблем с документальным оформлением сделок, отсутствие ошибок во взаиморасчетах; нет прямой связи с клиентом	скорее всего, не будет пытаться найти взаимовыгодный способ решения вопроса - он будет требовать погашения долга
Юрист	осведомлен в правах и обязанностях сторон, может юридически грамотно предъявлять обоснованные требования	Нет мотивации к поиску компромисса. Стремится убедить клиента принять его точку зрения и подчиниться - под воздействием аргументов или после решения суда	После привлечения юриста, клиент будет, скорее всего, потерян для компании
Менеджер отдела продаж	обладает наиболее полной информацией о клиенте Склонен к переговорам и не стремится к судебному разбирательству		Из всех сотрудников наиболее подходящая кандидатура
Коллекторское агентство	Внешнее управление задолженностью. Обычно крайняя мера, поэтому в рамках данной классификации не рассматривается		

## или следующий вариант управления дз



## УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

1. Экономическая природа денежных потоков
2. Методы измерения денежных потоков
3. Анализ денежных потоков
4. Основные положения модели Баумоля.
5. Основные положения модели Миллера-Орра.

### Экономическая природа и классификация денежных потоков

Исследование экономического содержания и назначения денежных потоков новое направление в российском финансовом менеджменте. Проблемы содержания, классификации и измерения денежных потоков получили достаточно полное отражение в отечественной финансовой литературе. В последние годы по данной тематике были опубликованы работы О. В. Ефимовой, В. В. Ковалева, Г. А. Салтыковой, И. Н. Самоновой, Е. С. Стояновой и других авторов. Однако публикации, посвященные исследованию теоретических аспектов денежных потоков, практически отсутствуют. Российские авторы рассматривают главным образом проблемы формирования, анализа и оценки денежных потоков по данным бухгалтерской отчетности.

В западных корпорациях управление денежными потоками – один из ключевых моментов деятельности финансового менеджера (директора). Это направление деятельности включает:

- ♦ инвестирование ресурсов;
- ♦ операционную деятельность посредством использования этих ресурсов;
- ♦ учет движения денежных средств;
- ♦ анализ и оценку денежных потоков по данным финансовой отчетности;
- ♦ оценку влияния денежных потоков на финансовую устойчивость корпорации;
- ♦ определение резерва денежной наличности для поддержания нормальной платежеспособности;
- ♦ прогноз будущих денежных потоков на месяц, квартал, год.



**Денежный поток** (аналог английского *Cash Flow* — поток наличности) это параметр, отражающий результат движения денежных средств корпорации за определенный период времени. Иными словами, это распределенные во времени и пространстве суммы поступлений и выплат денежных средств, образуемых и производственно-торговый процесс.

Управление денежными потоками предприятия (корпорации) включает:

- ♦ идентификацию денежных потоков по их отдельным видам;
- ♦ определение общего объема денежных потоков разных видов в рассматриваемом периоде;
- ♦ распределение общего объема денежных потоков разных видов по отдельным интервалам исследуемого периода;
- ♦ анализ и оценку факторов внутреннего и внешнего характера, которые влияют на формирование денежных потоков.

Управление денежными потоками предприятий неразрывно связано со стратегией самофинансирования, которая является наиболее предпочтительной для крупных компаний. Данная стратегия предполагает возмещение затрат по расширенному воспроизводству преимущественно за счет собственных источников (чистой прибыли и амортизационных отчислений).

Состав финансовых ресурсов предприятий (корпораций), которые формируют их денежные потоки, представлен на рис.



**Рис. 11.1.** Состав источников финансовых ресурсов предприятий (корпораций) России и направления их использования

В современной России длительный экономический спад сильно повлиял прежде всего на реальный сектор экономики национального хозяйства, что проявляется в ухудшении его воспроизводственной структуры, резком снижении инвестиций; покупательской и инновационной активности, ослаблении научно-технического потенциала промышленности и как следствие расстройстве финансовой системы государства

Основными причинами данного негативного процесса являлись:

- ♦ углубление диспропорций в развитии реального сектора экономики и сферы обращения (отток финансовых ресурсов в процессе чековой приватизации, изъятие свободных средств предприятий через налоговую систему и рынок государственных облигаций, перемещение за рубеж значительных валютных средств и др.);
- ♦ неразработанность правовых вопросов регулирования отдельных видов предпринимательской деятельности (например, операций с недвижимостью, с корпоративными ценными бумагами, финансовой аренды (лизинга), доходности валютных операций и др.).



Для промышленности России в процессе перехода от сворачивания объема производства к достижению его роста имеет приоритетное значение проблема самофинансирования и управления оборотом денежных средств.

*Дополнительный денежный поток* — это реальные денежные средства, генерируемые предприятием за определенный период и размещаемые им в активы. Данный поток формируют в текущей деятельности, а его источником являются амортизационные отчисления и чистая прибыль. Если предприятие не планирует капиталовложений, то дополнительный денежный поток служит источником финансирования оборотных активов. При этом в балансе происходят внутренние процессы образования дополнительного денежного потока.

1. Следует отметить, что на практике существует так называемый *парадокс прибыли*. Как известно, прибыль — это превышение доходов над расходами. И хотя данное утверждение кажется бесспорным, это не совсем так. Все зависит от того, что подразумевают под доходами и расходами, поскольку движение материальных и денежных ресурсов не всегда совпадает во времени. Часто складывается ситуация, когда у предприятия нет денег, но есть прибыль либо имеются свободные денежные средства, но отсутствует прибыль.

Показатель прибыли не всегда отражает реальное финансовое положение предприятия (корпорации), т. е. его платежеспособность и ликвидность баланса. Теоретически величина прибыли и результат движения денежных средств (чистый денежный поток) могут совпадать в том случае, если учетная политика корпорации предполагает использование только кассового принципа (операции регистрируют только после фактических выплат или после поступления денежных средств), однако на практике (особенно в целях налогообложения прибыли) доходы и расходы учитывают по методу начисления.

Основными источниками информации для анализа взаимосвязи прибыли, движения оборотных активов и денежных средств являются: бухгалтерский баланс (форма № 1); приложение к балансу (форма № 5); отчет о прибылях и убытках (форма № 2); отчет о движении денежных средств (форма № 4).

Таким образом, *денежный поток* — это объем денежных средств, который получает или выплачивает корпорация в течение отчетного или планируемого периода.

На действующем предприятии движение денежных средств во времени и пространстве происходит непрерывно. Они постоянно трансформируются в различные виды активов и пассивов баланса, обеспечивая бесперебойность процесса производства и реализации продукции.

#### **Методы измерения денежных потоков**

Чтобы управлять денежными потоками, необходимо знать:

- ◆ величину денежных потоков за определенное время (месяц, квартал);
- ◆ основные элементы денежных потоков;
- ◆ виды деятельности, которые генерируют поток денежных средств.

На практике используют два метода расчета денежных потоков — прямой и косвенный.

**Прямой метод** расчета заключается в изучении путей поступления и направлений использования денежных средств предприятия, данные о которых представлены в Отчете о движении денежных средств (форма № 4). Другими словами, данный метод основан на отражении итогов операций (оборотов) по счетам денежных средств за определенный период. При этом операции группируют по трем видам деятельности: текущей (операционной), инвестиционной и финансовой. Необходимые данные для заполнения формы можно получить из регистров бухгалтерского учета.

Расчет денежного потока прямым методом дает возможность оценивать платежеспособность предприятия, а также осуществлять оперативный контроль поступления и расходования денежных средств.

**Косвенный метод** выявляет действие факторов, которые обусловили отклонение величины чистого остатка денежных средств от чистого финансового результата, но полученного предприятием в отчетном периоде. К таким факторам относят амортизационные отчисления за изучаемый период и изменения в статьях бухгалтерского баланса (форма № 1). С аналитической точки зрения предпочтительнее бухгалтерский баланс.

Необходимо подчеркнуть, что выявление прямых и косвенных факторов, оказывающих прямое или косвенное воздействие на денежные потоки предприятия, не идентично методам финансового анализа. Под *прямыми факторами* понимают такие факторы, действия которых непосредственно влияют на денежные потоки и вызывают пропорциональное изменение объемов поступлений и выплат денежных Средств. *Косвенные факторы* характеризуются показателями, получаемыми в результате применения метода

начисления. Такие факторы влияют на денежные потоки косвенно, путем задержки возможного поступления денежных средств или их расходования. Косвенные факторы определяют величину бухгалтерской прибыли (до ее налогообложения), т. е. они оказывают воздействие на денежные потоки опосредованно, через налог на прибыль и иные обязательные выплаты, приводя к росту или снижению платежей в бюджетную систему государства. Следовательно, действие косвенных факторов вызывает непропорциональное изменение денежных потоков предприятия.

Расчет денежных потоков косвенным методом ведется от показателя чистой прибыли с необходимыми его корректировками в статьях, не отражающих движение реальных денег по соответствующим счетам.

Для расчета прироста или снижения денежных средств в результате текущей деятельности целесообразно осуществить следующие операции:

1. Рассчитать оборотные и краткосрочные обязательства (пассивы) исходя из метода оценки денежных потоков. При корректировке статей оборотных активов следует вычесть их прирост из чистой прибыли, оставшейся в распоряжении корпорации после налогообложения, а их снижение за анализируемый период прибавить к данной прибыли. При корректировке краткосрочных обязательств, наоборот, их прирост следует прибавить к чистой прибыли, так как это не означает оттока денежных средств; уменьшение этих обязательств вычитают из чистой прибыли.

◆ Скорректировать чистую прибыль на величину расходов, не требующих выплаты денежных средств.

Кроме того, во избежание повторного счета исключают влияние на прибыль тех статей, которые рассматриваются также в разделах инвестиционной и финансовой деятельности. Таким образом, главным неденежным фактором является амортизация основных средств и нематериальных активов. В бухгалтерских проводках амортизационные отчисления включают в себестоимость продукции. Поэтому при расчете денежных потоков за период необходимо восстановить сумму этих отчислений, т. е. к величине чистой прибыли следует добавить сумму начисленного износа по соответствующим статьям внеоборотных активов. Другими неденежными статьями являются:

◆ суммы списания остаточной стоимости не полностью амортизированных основных средств на уменьшение финансового результата;

◆ реализация различных видов имущества, отражаемая в прибыли в виде разницы между ценой реализации и остаточной стоимостью;

◆ материальные затраты, включаемые в состав себестоимости продукции по мере отпуска их в производство;

◆ уменьшение НДС по приобретенным ценностям прибавляют к чистой прибыли, а увеличение — вычитают;

◆ разница суммы переоценки основных средств и чистой прибыли;

◆ разница использования нераспределенной прибыли прошлых лет и чистой прибыли отчетного периода;

◆ разница использования резервных фондов и чистой прибыли;

◆ приток денежных средств в случае роста остатков по счетам краткосрочных обязательств (текущих пассивов), в связи с чем на эту сумму необходимо увеличить чистую прибыль.

Финансовый директор должен управлять денежными потоками таким образом, чтобы оптимизировать доходность корпорации и одновременно сохранить высокую ликвидность ее активов. На практике это означает нахождение и пил держание приемлемого соотношения между доходностью и ликвидностью,

### **Анализ денежных потоков**

Цель анализа денежных потоков — выявление причин дефицита (избытка) денежных средств и определение источников их поступления и направлений расходования.

При этом можно использовать как прямой, так и косвенный метод. ОСНОВНЫМ документом для изучения денежных потоков является «Отчет о движении денежных средств» (форма № 4), с помощью которого можно установить:

◆ степень финансирования текущей и инвестиционной деятельности за СЧ01 собственных источников;

◆ зависимость корпорации от внешних источников поступлений;

◆ дивидендную политику в настоящий период и прогноз на будущее;

- ◆ финансовую эластичность, т. е. способность корпорации создавать денежные резервы (чистый приток денежных средств);
- ◆ синхронизации потоков поступлений и выплат денежных средств во времени и пространстве (бюджетирование доходов и расходов);
- ◆ оптимизации размера средств, вложенных в расчеты с дебиторами и кредиторами;
- ◆ регулирования переходящего остатка денежных средств;
- ◆ максимизации уровня самофинансирования корпорации.

*Традиционный анализ* финансового состояния на основе специальных финансовых показателей (платежеспособности, ликвидности, доходности и оборачиваемости активов) имеет следующие недостатки:

- ◆ он основан на данных бухгалтерского баланса, который дает статическую картину состояния активов и пассивов, в связи с определенной датой;
- ◆ такой анализ позволяет получить представление о количестве активов и пассивов и объясняет причины их изменения за период, но не дает достоверного прогноза на будущее.

*Анализ коэффициентов* наиболее важен для оценки финансового состояния ликвидируемого предприятия, так как в процессе ликвидации важно как можно быстрее, даже путем продажи активов, погасить долговые обязательства перед кредиторами.

Для действующего предприятия приоритетное значение имеет анализ денежных потоков с применением финансовых коэффициентов. Данный методологический подход позволяет определить взаимозависимость денежных потоков и динамики финансовых коэффициентов. В условиях кризиса неплатежей наиболее важными для любого предприятия являются коэффициенты абсолютной, текущей и общей ликвидности.

В случае необходимости состояние денежных потоков (отток или приток денежных средств) можно оценить путем *сравнительного анализа балансов* предприятия за ряд периодов (кварталов). Так, например, увеличение долгосрочных кредитов и займов (раздел IV баланса) свидетельствует о притоке средств. При этом следует обратить внимание на направления их использования. Если произошло увеличение внеоборотных активов (прирост основных средств и нематериальных активов в разделе I баланса), то такая генерация денежных средств позитивна для предприятия и свидетельствует о реальном расширении производственного потенциала, на базе которого будет формироваться будущий денежный поток. Увеличение статей запасов и дебиторской задолженности (раздел II баланса), наоборот, свидетельствует об оттоке денежных средств из хозяйственного оборота в расчетном периоде.

Прогнозирование денежных потоков является одним из наименее изученных вопросов корпоративных финансов. Этот вопрос тесно связан как со стратегическим планированием развития предприятия (корпорации) в будущем, так и с осуществлением перспективного финансового планирования. Прогнозирование денежных потоков – это определение возможных источников поступления и направлений расходования денежных средств.

Прогнозирование денежных потоков включает следующие операции:

- ◆ прогнозирование денежных поступлений за период;
- ◆ планирование оттока денежных средств;
- ◆ расчет чистого денежного потока;
- ◆ исчисление общей потребности в краткосрочном финансировании.

Для прогнозирования результатов деятельности корпорации по будущему доходу в международной практике используют два основных метода:

- ◆ капитализации дохода;
- ◆ дисконтирования чистых денежных поступлений.

*Метод капитализации дохода* применяют в том случае, если будущие доходы сопоставимы с текущими или если темпы их роста предсказуемы, причем доходы являются весомой положительной величиной. При таких условиях корпорация будет стабильно функционировать длительное время. В теории оценки имущества под капитализацией понимают процесс пересчета доходов в показатель рыночной стоимости объекта путем деления чистого дохода на ставку капитализации. Данная ставка выбирается с учетом ситуации на рынке недвижимости и риска, с которым сопряжена деятельность оцениваемого предприятия.

*Метод дисконтирования* заключается в пересчете будущих денежных поступлений в их настоящую стоимость с помощью выбранной дисконтной ставки.

Основной задачей любого финансового менеджера является максимально-точный прогноз объемов будущих запасов денежных средств, которые смогут обеспечить плановые темпы роста фирмы и ее способность своевременно погашать порожденные этим ростом обязательства. Исторически методами, используемыми для решения этой задачи, являются метод прогнозируемых пропорций, метод скорректированной доходности и модель Баумоля[43].

Метод прогнозируемых пропорций заключается в том, что компания должна держать определенный процент от продаж в виде денежных средств. Стандартом часто служит отраслевое среднее. Весьма часто рассматриваемая модель является «неточной», так как не учитывает ни экономию на масштабах, ни возможные проблемы и/или задержки с платежами или с поступлением денег. Этот метод также не позволяет найти наилучшее значение кассового остатка.

Метод скорректированной доходности представляет собой «точку нулевого кассового остатка» и характеризует такой объем продаж, при котором совокупный приток денежных средств равен совокупному оттоку. Метод зависит от прогнозируемого отчета о прибылях и убытках и бухгалтерского баланса. Исходя из прогноза продаж, прибылей, источников и использования ресурсов, путем нехитрых подсчетов возможно оценить, какой кассовый остаток потребуется предприятию в ближайшее время.

К сожалению, оба рассмотренных метода не учитывают стоимости хранения денежных средств. Этот недостаток отсутствует в моделях Баумоля, Миллера-Орра, Стоуна и в модели имитационного моделирования Монте-Карло.

Рассмотрим основные положения данных моделей.

**С помощью модели Баумоля[44]** можно определить оптимальное количество денежных средств для компании, которое следует хранить в условиях определенности. Модель Баумоля существенным образом опирается на условие, что альтернативой хранения денег является использование рыночных ценных бумаг и/или процентных депозитов.

Модель Баумоля основана на следующих предпосылках:

- спрос на денежные средства в каждом периоде известен и равен «D» денежных единиц;
- денежный остаток используется равномерно;
- все требования к оплате выполняются немедленно;
- стоимость транзакции по превращению активов в деньги равна «с» денежных единиц и неизменна;
- альтернативная стоимость денег «v» равна упущенному проценту по облигациям за период.

В этих условиях, оптимальный остаток денежных средств определяется по формуле:

$$M = \sqrt{\frac{2 \times c \times D}{v}}$$

Модель Баумоля широко используется в макроэкономике для определения макроэкономического спроса на деньги. Но для определения спроса на денежные остатки она является слишком упрощенной, так как игнорирует неопределенность и допускает, что финансовый директор осуществляет платежи в одинаковых размерах и может четко их прогнозировать. Модель Баумоля так же не учитывает сезонность и цикличность. Тем не менее, модель Баумоля является полезной для предварительного анализа.

В случае же когда денежные потоки подвержены значительной неопределенности, более адекватной для описания спроса компании на деньги является **модель Миллера[45] — Орра**. Она основана на следующих предпосылках:

- финансовый менеджер оперирует двумя активами: один актив — это кассовый баланс фирмы, а другой — портфель ликвидных активов, предельная и средняя доходность которого равна «v» процентов в день;
- перевод средств из одного актива в другой может иметь место в любой момент времени. При этом предельные затраты за транзакцию равны с денежных единиц. Эта величина не

зависит от величины транзакции, ее направленности или времени, прошедшего с момента предыдущей транзакции;

- считается, что подобные транзакции осуществляются мгновенно;
- денежные потоки являются абсолютно стохастическими и их чистое ежедневное сальдо распределено приблизительно нормально;
- финансовый директор допускает, что кассовый остаток будет колебаться свободно, пока он не достигнет либо нижней границы, нуля, либо верхней границы «h». Когда достигается верхняя граница, то приобретаются ценные бумаги на такую сумму, чтобы денежный остаток достиг некой целевой величины «R». Следовательно, эта сумма равна «h – R». Если же достигается нижняя граница, то бумаги продаются на сумму, равную «R», чтобы опять-таки достичь того же самого целевого остатка денежных средств, равного «R». Предполагается также, что чистые денежные потоки колеблются с ежедневной дисперсией, равной  $\sigma^2$ .

В соответствие с рассматриваемой моделью, оптимальная величина «R» и среднего кассового баланса «B» равны:

$$R = \sqrt[3]{\frac{3 \times c \times \sigma^2}{4 \times v}}$$
$$B = \frac{4 \times R}{3}$$

Верхняя граница  $h = 3R$ , а нижняя — 0 (рис.8).

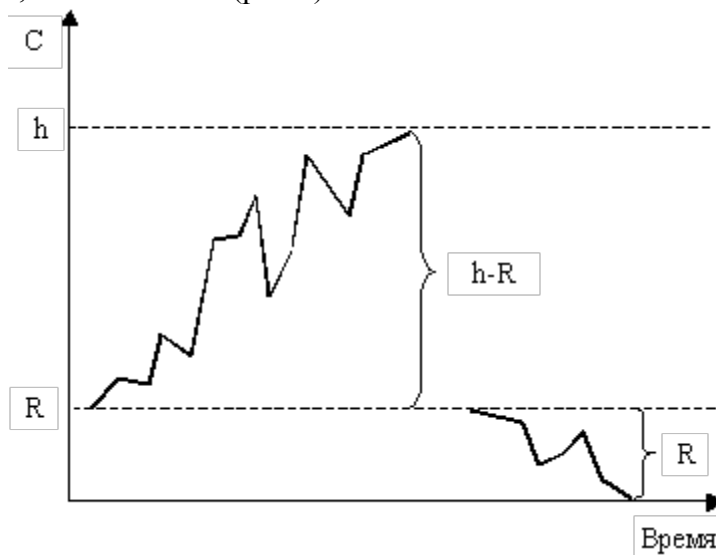


Рис.8. Модель Миллера-Орра

Корректировка потока платежей с целью уменьшения максимальной и средней потребности в остатках денежных активов осуществляется путем его оперативного регулирования (переноса срока отдельных платежей по заблаговременному согласованию с контрагентами).

На первом этапе регулируются декадные сроки расходования денежных средств (в увязке с их поступлениями), что позволяет минимизировать остатки денежных активов в рамках каждого месяца (квартала). Критерием оптимальности этого этапа регулирования потока платежей выступает минимальный размер среднеквадратического отклонения остатка денежных активов предприятия от среднего их значения.

На втором этапе размер среднего остатка денежных активов оптимизируется с учетом предусматриваемого резервного запаса этих активов. При этом вначале определяется максимальный остаток денежных активов с учетом неравномерности платежей и резервного запаса, а затем их средний остаток (половина суммы минимального и максимального остатков денежных активов).

Высвобожденная в процессе корректировки потока платежей сумма денежных активов реинвестируется в краткосрочные финансовые вложения или в другие виды активов. Обеспечение ускорения оборота денежных активов определяет необходимость поиска резервов такого ускорения на предприятии. Основными из этих резервов являются:

- ускорение инкассации денежных средств, при котором сокращается остаток денежных активов в кассе;
- сокращение расчетов наличными деньгами (наличные денежные расчеты увеличивают остаток денежных активов в кассе и сокращают срок пользования собственными денежными активами на период прохождения платежных документов поставщиков);
- сокращение объема расчетов с поставщиками с помощью аккредитивов и чеков, так как они отвлекают на продолжительный период денежные активы из оборота в связи с необходимостью предварительного их резервирования на специальных счетах в банках.

Обеспечение рентабельного использования временно свободного остатка денежных активов может быть осуществлено за счет следующих мероприятий:

- согласования с банком условий текущего хранения остатка денежных средств с выплатой депозитного процента (например, путем открытия контокоррентного счета в банке);
- использования краткосрочных денежных инструментов (в первую очередь, депозитных вкладов в банках) для временного хранения свободных денежных активов;
- использования высокодоходных краткосрочных фондовых инструментов для размещения резерва денежных активов (краткосрочных депозитных сертификатов, облигаций, казначейских обязательств, векселей и т. п.), но при условии достаточной их ликвидности на фондовом рынке.

Модель Миллера — Орра перестает работать, если у компании есть несколько альтернатив вложения денежных средств, а не только ценные бумаги, но она может быть скорректирована в случае допущения отклонения от нормального распределения колебания денежного потока. Модель отчасти объясняет тот факт, почему, казалось бы, процветающие, финансово устойчивые компании предпочитают держать солидный запас денежных средств на случай возможного спада конъюнктуры.

Следует так же отметить, что модель Миллера — Орра определяет соотношение «h» и «R» безотносительно начала координат. Если менеджмент желает иметь некий отличный от нуля минимальный баланс, то именно он и становится нижней границей колебания кассового остатка. В таком случае этот минимальный баланс становится своего рода буфером безопасности.

Итак, рассмотренные выше модели определяют потребность в денежных средствах путем нахождения взаимосвязей (линейных или нелинейных) между наличностью и другими переменными. Однако они не включают анализ притоков и оттоков денежных средств. Соответственно, теоретические выкладки по рассмотренным моделям управления денежными средствами не могут принести практических результатов. Реальным способом поддержать стабильный денежный поток – является попытка разработать платежный календарь или бездефицитный бюджет движения денежных средств и контролировать их исполнение. Бюджет денежных средств как раз представляет собой методологический инструмент, который пытается оценить эти разнообразные потоки, прогнозировать притоки и оттоки денег за определенный период. Одна из задач его построения — не допустить возникновения как неожиданных дефицитов, так и «неработающих», избыточных запасов денежных средств.

В краткосрочном аспекте бизнес может функционировать и с убытком, но он не может работать без денежной наличности сколько-нибудь существенный отрезок времени. Составление бюджета денежных средств полезно не только для успешного выполнения финансовыми менеджерами своих задач, но и для установления более эффективных отношений компании с ее кредиторами. Последние гораздо охотнее ссужают средства тем фирмам, менеджеры которых умеют своевременно прогнозировать дефицит средств, брать займы и возвращать долги точно в срок, согласно установленному графику.

Бюджет денежных средств обязательно включает такие части, как поступление средств, выплаты денежных средств, определение избытка или дефицита денежных средств и покрытие дефицита и (или) инвестиции временно излишних денежных средств.

## **Прогнозирование и планирование денежных потоков**

### **1. Прогнозирование совокупного денежного оборота**

2. Балансировка и синхронизация денежных потоков
3. Разработка плана поступлений и расходования денежных средств.
4. Разработка платежного календаря.

### **Прогнозирование совокупного денежного оборота**

Основным финансовым документом по управлению денежным оборотом предприятия (корпорации) является план движения денежных средств на счетах в банках и в кассе (платежный баланс). Его разрабатывают по предприятию в целом без разбивки на отдельные виды деятельности (текущую, инвестиционную и финансовую). Платежный баланс позволяет финансовому директору (главному финансовому менеджеру) предприятия обеспечивать оперативное управление денежными ресурсами, фиксировать происходящие изменения в платежеспособности и ликвидности активов, выполнение долговых обязательств. Платежный баланс дает возможность следить за состоянием собственных средств, а также за возможным привлечением заемных источников (банковского или коммерческого кредита).

На основе платежного баланса контролируют расходование средств на неотложные нужды. Такой контроль приобретает особое значение в случае возникновения временных финансовых трудностей.

Выдачу средств на неотложные нужды производит банк по письменному заявлению предприятия. Периодичность оставления средств на неотложные нужды на расчетном (текущем) счете и целевое их расходование устанавливают также по письменному указанию клиента (руководителя предприятия). В счет неотложных нужд наличные денежные средства выдают предприятиям на цели и в пределах, определенных действующим законодательством.

Платежный баланс разрабатывают на предстоящий месяц с разбивкой по декадам или пятидневкам. Он должен отражать весь денежный оборот предприятия в безналичной и наличной формах.

На базе платежного баланса предприятие прогнозирует на ближайший месяц (декаду) выполнение своих финансовых обязательств перед государством, поставщиками, кредиторами, инвесторами и персоналом. Для разработки платежного баланса финансовая служба координирует свою работу с другими подразделениями предприятия (бухгалтерией, отделами снабжения, маркетинга и др.). Бухгалтерия предоставляет информацию об операциях на счетах предприятия, о состоянии дебиторской и кредиторской задолженности, срочных и просроченных ссудах банков, об уплате налогов, о расчетах с поставщиками и подрядчиками и др. Отдел маркетинга (сбыта) предоставляет информацию об объеме продаж товаров (услуг) в разрезе покупателей; отдел снабжения – об объеме закупок материальных ресурсов в разрезе поставщиков и т. д.

Прогнозирование денежных потоков является одним из наименее изученных вопросов корпоративных финансов. Этот вопрос тесно связан как со стратегическим планированием развития предприятия (корпорации) в будущем, так и с осуществлением перспективного финансового планирования. Прогнозирование денежных потоков – это определение возможных источников поступления и направлений расходования денежных средств.

Прогнозирование денежных потоков включает следующие операции:

- ◆ прогнозирование денежных поступлений за период;
- ◆ планирование оттока денежных средств;
- ◆ расчет чистого денежного потока;
- ◆ исчисление общей потребности в краткосрочном финансировании.

Для прогнозирования результатов деятельности корпорации по будущему доходу в международной практике используют два основных метода:

- ◆ капитализации дохода;
- ◆ дисконтирования чистых денежных поступлений.

### **Планирование денежных потоков**

Одним из этапов управления денежными потоками является этап планирования. Планирование денежных потоков помогает финансовому менеджеру определить источники денежных средств и оценить их использование, а также выявить ожидаемые денежные потоки, а значит, перспективы роста организации и ее будущие финансовые потребности.

Главная задача составления плана движения денежных средств — проверить реальность источников поступления средств и обоснованность расходов, синхронность их возникновения, определить возможную потребность в заемных средствах. План движения денежных средств может быть составлен прямым либо косвенным способом.

Помимо годового плана движения денежных средств необходимо разрабатывать краткосрочный план на короткие промежутки времени (месяц, декаду) в форме платежного календаря.

### **Балансировка и синхронизация денежных потоков**

Результатом разработки плана денежных потоков может быть как дефицит, так и избыток денежных средств. Поэтому на заключительном этапе управления денежными потоками их оптимизируют путем балансировки по объему и во времени, синхронизации их формирования во времени и оптимизации остатка денежных средств на расчетном счете.

Как дефицит, так и избыток денежного потока оказывают отрицательное влияние на деятельность предприятия. Отрицательные последствия дефицитного денежного потока проявляются в снижении ликвидности и уровня платежеспособности предприятия, росте просроченной кредиторской задолженности поставщикам сырья и материалов, повышении доли просроченной задолженности по полученным финансовым кредитам, задержках выплаты заработной платы, росте продолжительности финансового цикла, а в конечном счете — в снижении рентабельности использования собственного капитала и активов предприятия.

Отрицательные последствия избыточного денежного потока проявляются в потере реальной стоимости временно неиспользуемых денежных средств от инфляции, потере потенциального дохода от неиспользуемой части денежных активов в сфере краткосрочного их инвестирования, что в конечном итоге также отрицательно сказывается на уровне рентабельности активов и собственного капитала предприятия.

объем дефицитного денежного потока должен балансироваться за счет:

- 1) привлечения дополнительного собственного или долгосрочного заемного капитала;
- 2) совершенствования работы с оборотными активами;
- 3) избавления от непрофильных внеоборотных активов;
- 4) сокращения инвестиционной программы предприятия;
- 5) снижения затрат.

Объем избыточного денежного потока должен балансироваться за счет:

- 1) увеличения инвестиционной активности предприятия;
- 2) расширения или диверсификации деятельности;
- 3) досрочного погашения долгосрочных кредитов.

В процессе оптимизации денежных потоков во времени используются два основных метода — выравнивание и синхронизация. Выравнивание денежных потоков направлено на сглаживание их объемов в разрезе отдельных интервалов рассматриваемого периода времени. Этот метод оптимизации позволяет устранить в определенной мере сезонные и циклические различия в формировании денежных потоков (как положительных, так и отрицательных), оптимизируя параллельно средние остатки денежных средств и повышая уровень ликвидности. Результаты этого метода оптимизации денежных



потоков во времени оцениваются с помощью среднеквадратического отклонения или коэффициента вариации, которые в процессе оптимизации должны снижаться.

Синхронизация денежных потоков основана на конвариации положительного и отрицательного их видов. В процессе синхронизации должно быть обеспечено повышение уровня корреляции между этими двумя видами денежных потоков. Результаты этого метода оптимизации денежных потоков во времени оцениваются с помощью коэффициента корреляции, который в процессе оптимизации должен стремиться к значению «+1».

Теснота корреляционной связи повышается за счет ускорения или замедления платежного оборота.

**Платежный оборот ускоряется за счет следующих мероприятий:**

- 1) увеличения размера скидок дебиторам;
- 2) сокращения срока товарного кредита, предоставляемого покупателям;
- 3) ужесточения кредитной политики по вопросу востребования задолженности;
- 4) ужесточения процедуры оценки кредитоспособности дебиторов с целью снижения процента неплатежеспособных покупателей организации;
- 5) использования современных финансовых инструментов, таких, как факторинг, учет векселей, форфейтинг;
- 6) использования таких видов краткосрочных кредитов, как овердрафт и кредитная линия.

Замедление платежного оборота может осуществляться за счет:

- 1) увеличения срока товарного кредита, предоставляемого поставщиками;
- 2) приобретения долгосрочных активов посредством лизинга, а также передачи на аутсорсинг стратегически менее существенных участков деятельности организации;
- 3) перевода краткосрочных кредитов в долгосрочные;
- 4) сокращения расчетов с поставщиками наличными.

Разработка плана поступлений и расходования денежных средств.

Основной целью разработки плана поступлений и расходования ДС является прогнозирование во времени валового и чистого ДП предприятия в разрезе отдельных видов хозяйственной деятельности и обеспечение постоянной платежеспособности на всех этапах планового периода.

Последовательность разработки плана поступлений и расходования денежных средств:

На 1-м этапе прогнозируются поступления и расходование ДС по операционной деятельности предприятия.

Может осуществляться 2-мя способами:

• исходя из планируемого объема реализации продукции; • исходя из планируемой целевой суммы чистой прибыли.

1 способ:

Определяется плановый объем реализации продукции:  $ОРП = ЗГПН + ПТП$  (производство товарной продукции) + ЗГПК

Рассчитывается плановый коэффициент инкассации ДЗ исходя из фактического его уровня в отчетном периоде с учетом планируемых мероприятий по изменению политики предоставления товарного кредита.

Далее рассчитывается плановая сумма поступления денежных средств от реализации продукции.

$$\text{ПДСП} = \text{ОРПН(за наличный расчет)} + \text{ОРК(в кредит)} * \text{КИ(коэффициент инкассации)} + \text{НОДЗ (неинкассированный остаток ДЗ)}.$$

Таким образом, этот рассчитанный показатель характеризует планируемый объем положительного денежного потока предприятия по операционной деятельности.

Определение плановой суммы операционных затрат по производству и реализации продукции имеет следующий алгоритм:

$$\text{ОЗП} = \sum (\text{ПЗП}_i \text{ (прямые на производство } i\text{-го вида продукции)} + \text{ОПЗП}_i) * \text{ОПП}_i \text{ (объем производства)} + \sum \text{ЗРП}_i \text{ (затраты на реализацию)} * \text{ОРП}_i + \text{ОХЗ (общехозяйственные затраты)}$$

Расчет плановой суммы налоговых платежей, уплачиваемых за счет дохода и входящих в цену продукции (НПД) осуществляется исходя из планируемого объема реализации и соответствующих ставок налога.

Расчет плановой суммы валовой прибыли по операционной деятельности рассчитывается:

$$\text{ВПП} = \text{ОРП} - \text{ОЗП} - \text{НПД (налоговые платежи, уплачиваемые за счет доходов)}$$

Производится расчет плановой суммы налогов, которые уплачиваются за счет прибыли:

$$\text{НППр} = \text{ВПП} * \text{Нпр}/100 + \text{Нпрочие}$$

Производится расчет плановой суммы ЧП по операционной деятельности:

$$\text{ЧПП} = \text{ВПП} - \text{НППр}$$

Расчет плановой суммы расходования ДС по операционной деятельности:

$$\text{РДСОД} = \text{ОЗП} + \text{НПД} + \text{НПП} - \text{АОП ЧДПП} = \text{ЧПП} + \text{АОп}$$

$$\text{ЧДПП} = \text{ЧПП} + \text{АОп}$$

На 2-м этапе прогнозируются поступления и расходование ДС по инвестиционной деятельности предприятия.

Расчеты осуществляются следующим образом:

разработка программы реального инвестирования;

формирование портфеля долгосрочных финансовых инвестиций, если он сформирован, то производятся расчеты по обеспечению его прироста;

определение предполагаемой суммы доходов от реализации ОС и НМА;

прогноз размера инвестиционной прибыли. На 3-м этапе прогнозируются поступления и расходование ДС по финансовой деятельности предприятия. На 4-м этапе прогнозируются валовой и ЧДП, а также динамика остатков ДС по предприятию в целом.

Разработка платежного календаря.

Платежный календарь – это плановый финансовый документ, обеспечивающий ежедневное управление, создаваемый, чтобы:

- в максимальной степени обеспечить необходимую абсолютную ликвидность денежного потока предприятия, т.е. его платежеспособность в краткосрочном периоде;

- включить управление денежными потоками в систему мониторинга финансовой деятельности предприятия.

Основной целью разработки платежного календаря

является установление конкретных сроков поступления денежных средств и платежей предприятия и доведения их до конкретных исполнителей в форме плановых заданий.

**Платежный календарь** — это план организации производственно-финансовой деятельности, в котором календарно взаимосвязаны все источники денежных поступлений и расходы за определенный отрезок времени. Он полностью охватывает денежный оборот организации; дает возможность увязать поступления денежных средств и платежи в наличной и безналичной форме; позволяет обеспечить постоянную платежеспособность и ликвидность.

Платежный календарь составляется финансовой службой предприятия, при этом плановые показатели бюджета движения денежных средств разбиваются по месяцам и более мелким периодам. Сроки определяются исходя из периодичности основных платежей организации.

В процессе составления платежного календаря решаются следующие задачи:

- организация учета временной стыковки денежных поступлений и предстоящих расходов организации;
- формирование информационной базы о движении денежных притоков и оттоков;
- ежедневный учет изменений в информационной базе;
- анализ неплатежей и организация мероприятий по устранению их причин;
- расчет потребности в краткосрочном финансировании;
- расчет временно свободных денежных средств организации;
- анализ финансового рынка с позиции наиболее надежного и выгодного размещения временно свободных денежных средств.

Платежный календарь составляется на основе реальной информационной базы о денежных потоках организации, в состав которой входят: договоры с контрагентами; акты сверки расчетов с контрагентами; счета на оплату продукции; счета-фактуры; банковские документы о поступлении средств на счета; платежные поручения; графики отгрузки продукции; графики выплаты заработной платы; состояние расчетов с дебиторами и кредиторами; законодательно установленные сроки платежей по финансовым обязательствам перед бюджетом и внебюджетными фондами; внутренние приказы.

Для эффективного составления платежного календаря финансовому менеджеру необходимо контролировать информацию об остатках денежных средств на банковских счетах, израсходованных средствах, средних остатках за день, состоянии рыночных ценных бумаг организации, планируемых поступлениях и выплатах на предстоящий период.

Платежный календарь может состоять из 2-х разделов:

- график предстоящих платежей;
- график предстоящих поступлений денежных средств.

График платежей может дифференцироваться в ежедневном разрезе, в разрезе отдельных видов хозяйственной деятельности, а также в разрезе центров ответственности (отдельных структурных подразделений).

Основные виды платежного календаря предприятия:

- по операционной деятельности:

1) в целом по предприятию: календарь обслуживания кредитов, платежный календарь, календарь инкассации дебиторской задолженности, календарь выплаты заработной платы;

2) по отдельным центрам ответственности: календарь (бюджет) реализации продукции, календарь (бюджет) управленческих расходов, календарь (бюджет) формирования производственных запасов и другие виды бюджетов.

- по инвестиционной деятельности:

1) в целом по предприятию: календарь (бюджет) по формированию долгосрочных инвестиций, а также календарь реализации программ реальных инвестиций;

2) календарь (бюджет) реализации отдельных инвестиционных проектов.

- по финансовой деятельности:

1) в целом по предприятию: календарь (бюджет) эмиссии акций, бюджет эмиссии облигаций, а также календарь погашения долга по кредитам.

### **Механизм образования затрат и ценовая политика**

1. Понятие затрат, общие положения по управлению затратами, основные термины
2. Состав текущих затрат, сформированный в зависимости от производственно-хозяйственных целей организации
3. Управление затратами на основе системы «директ-костинг». Точка безубыточности. Операционный рычаг. Эффект совместного рычага
4. Управление ценами и политика ценообразования
5. Методы ценообразования

#### **1. Понятие затрат, общие положения по управлению затратами, основные термины**

Затратами являются расходы производителя для осуществления целей своей деятельности, для получения результата в виде готовой продукции (работ, услуг), незавершенного производства, а также в виде оборудования и иных основных средств для собственного производства.

Для управления затратами на современном экономическом уровне имеется сложная система классификационных признаков.

И первым шагом в классификации затрат является деление их, в зависимости от времени осуществления, на единовременные и текущие затраты.

К единовременным (инвестиционным) затратам относятся затраты на создание основных фондов (строительно-монтажные работы, приобретение оборудования), стоимость нематериальных активов, стоимость земли или прав на нее.

Текущие затраты названы таковыми по причине непрерывности производственного процесса, и они связаны с переносом в процессе производства стоимости ресурсов на готовую продукцию, они формируют себестоимость продукции и служат ориентиром для ценообразования, участвуют, будучи важнейшей составляющей, в расчете прибыли предприятия.

В данном учебном пособии будут представлены текущие затраты во всем разнообразии их видов и сложном сочетании классификационных признаков, а также иные затраты, участвующие при расчете прибыли и не относящиеся к инвестиционным.

В учебной и методической литературе термину «текущие затраты» могут соответствовать термины «издержки производства и обращения», «затраты на производство и реализацию продукции», «расходы, связанные с производством и реализацией продукции» и «себестоимость продукции».

Управление предприятием как бизнесом определяет подход к управлению текущими затратами во взаимосвязи с управлением производством, управлением закупками и продажами, финансами и инвестициями.

Управление затратами осуществляется в следующих целях:

- 1) чтобы знать, где, когда и в каких объемах расходуются ресурсы организации. Решение этой задачи возможно при условии формирования соответствующей базы данных;
- 2) чтобы построить долгосрочные и краткосрочные прогнозы потребности в дополнительных ресурсах в зависимости от поставленных целей и задач. Прогнозы должны быть привязаны к административно-управленческой и производственной структуре организации, а также личной ответственности менеджеров. Вовлечение дополнительных ресурсов в производственно-хозяйственные процессы должно быть отрегулировано во времени и экономически обосновано необходимыми расчетами;
- 3) обеспечить максимально высокую отдачу от использования ресурсов. Потери при транспортировке и хранении, использование неэффективных технологий, потери от брака и простоев, неэффективный менеджмент должны быть исключены при серьезном подходе к управлению затратами.

Вывод:

Управление затратами – это умение экономить ресурсы и максимизировать отдачу от них.

Организации, придающие значение эффективному управлению затратами и умеющие методически грамотно организовать эту работу, имеют большие преимущества в сфере бизнеса:

Во-первых, их продукция более конкурентоспособна за счет более низких издержек и, следовательно, цен;

Во-вторых, они имеют качественную и реальную информацию о себестоимости отдельных видов продукции, и, что немаловажно, она своевременна. Данное обстоятельство обеспечивает маневренность и гибкость при ведении бизнеса и обеспечивает защиту от конкурентов;

В-третьих, знание структуры издержек, качественного значения отдельных структурных элементов создает возможность гибкого ценообразования;

В-четвертых, организация имеет достоверную информацию для анализа и составления планов;

В-пятых, организация имеет возможность оценить вклад каждого подразделения в общий финансовый результат;

В-шестых, что очень важно, решения как оперативного, так и долгосрочного порядка, принимаемые организацией, более обоснованы, в них заключена меньшая доля риска. Организация более устойчива и жизнеспособна.

Имеются общие правила, которых необходимо придерживаться в процессе отнесения затрат на издержки производства и обращения (себестоимость продукции). Они предусмотрены научной, методической литературой, а также системой государственных экономических стандартов по бухгалтерскому учету, статистике, финансам и налогообложению.

На себестоимость продукции (работ, услуг) относят только текущие затраты на производство данной продукции, работ или услуг;

На себестоимость продукции (работ, услуг) относятся затраты целевого назначения исходя из норм расхода затрат, нормативов использования ресурсов или иных критериев, установленных расчетно-аналитическим способом на основе аналитических данных прошлых периодов или опыта работы других организаций и предприятий.

Налоговый учет расходования ресурсов, установленный 25 главой Налогового кодекса РФ, требует обязательного документального подтверждения производимых затрат.

Текущие затраты, относимые к лимитируемым, включаются в себестоимость продукции, работ и услуг в размере, определенном действующими нормативными актами соответствующих министерств и ведомств.

## **2. Состав текущих затрат, сформированный в зависимости от производственно-хозяйственных целей организации**

### **Классификация затрат**

Задачи управления затратами	Классификация затрат
-----------------------------	----------------------

Расчет себестоимости продукции, оценка стоимости запасов и полученной прибыли	Прямые и косвенные; Основные и накладные; Затраты на продукт (или производственные) и затраты на период (периодические, непроизводственные); Одноэлементные и комплексные; Текущие и единовременные
Принятие решения и планирование	Постоянные, переменные Принимаемые и не принимаемые в расчет при оценках; Безвозвратные; Вмененные (упущенная выгода); Предельные и приростные; Планируемые и непланируемые
Контроль и регулирование	Регулируемые; Нерегулируемые

#### Общие затраты

<b>ЗАТРАТЫ</b>	<b>ПРЯМЫЕ</b> Сырье, материалы, з/п и пр.	<b>КОСВЕННЫЕ (НАКЛАДНЫЕ)</b> з/п администрации и начисления, реклама и пр.
<b>ПОСТОЯННЫЕ: FC (Fixed costs)</b> Арендная плата, амортизационные отчисления, з/п работникам управленческого аппарата и начисления, отопление помещений и пр. )		+
<b>ПЕРЕМЕННЫЕ: VC (Variable costs)</b> Сырье, материалы, з/п рабочих на производстве, энергия, топливо и пр.	+	+

Все затраты на производство и реализацию продукции (работ, услуг) должны быть документально обоснованы и иметь исключительно целевое назначение. Поскольку издержки производства и обращения являются главной составляющей при расчете прибыли организации, они участвуют в расчете налогооблагаемой прибыли, и, следовательно, целевой их характер определяется в законодательном порядке гл. 25 Налогового кодекса Российской Федерации.

Ниже представлены целевые группы расходов, которые организация может производить в соответствии с законодательством.

1) Расходы, связанные с производством продукции (работ, услуг):

Эта группа расходов включает затраты на осуществление технологических процессов: материальные затраты на покупное сырье и материалы, входящие в состав производимой продукции, работ или для оказания услуг, как основные так и вспомогательные (комплектующие изделия и полуфабрикаты, покупное топливо всех видов, покупная энергия всех видов). Данные расходы подразумевают оплату труда рабочих, занятых в технологических процессах по тарифным ставкам, окладам, сдельным расценкам, а также стимулирующие и компенсирующие выплаты.

2) Расходы на обслуживание основного производства.

3) Расходы на содержание, эксплуатацию, ремонт и техническое обслуживание основных средств и иного имущества, а также расходы на поддержание их в исправном состоянии. По видам расходов они подразделяются на материальные затраты, заработную плату рабочих, занятых на соответствующих работах, и амортизационные отчисления.

4) Расходы на подготовку и освоение новых производств, расходы некапитального характера, связанные с совершенствованием технологии, организации производства и управления.

5) Расходы на научные исследования и (или) опытно-конструкторские разработки, относящиеся к созданию новой или усовершенствованию производимой продукции, и расходы на изобретательство.

6) Расходы на формирование Российского фонда технологического развития и иных отраслевых и межотраслевых фондов финансирования научно-технических и опытно-конструкторских работ включаются в затраты по перечню, утверждаемому Правительством Российской Федерации в соответствии с Федеральным законом «О науке и государственной научно-технической политике».

7) Расходы на освоение природных ресурсов: расходы на геологическое изучение недр, разведку полезных ископаемых, проведение работ подготовительного характера.

Не подлежат включению в затраты на производство расходы на освоение природных ресурсов, источником финансирования которых являются средства бюджета или средства внебюджетных фондов.

8) Расходы, связанные с управлением производством.

Целевое назначение этих расходов – содержание руководителей и специалистов организации, создание условий для эффективного исполнения или трудовых обязанностей. Данная группа расходов включает следующие виды затрат:

Средства на оплату труда руководителей и специалистов.

Расходы на командировки.

Представительские расходы, связанные с официальным приемом и обслуживанием представителей других организаций, участвующих в переговорах в целях установления и поддержания сотрудничества.

Расходы на канцелярские товары.

Расходы на почтовые, телефонные, телеграфные услуги, услуги связи, вычислительных центров, банков, факсимильной и спутниковой связи, электронной почты, информационных систем.

Расходы на обеспечение нормальных условий труда и мер по технике безопасности, предусмотренных законодательством Российской Федерации, расходы на гражданскую оборону в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Расходы на лечение профессиональных заболеваний работников, занятых на работах с вредными и тяжелыми условиями труда, расходы на содержание помещений и инвентаря здравпунктов, находящихся на территории организации.

Расходы на обеспечение пожарной безопасности в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Расходы на охрану имущества организации.

Расходы на подготовку и переподготовку кадров на договорной основе с образовательными учреждениями при соблюдении следующих условий:

соответствующие услуги оказываются российскими образовательными учреждениями, получившими государственную аккредитацию (имеющими соответствующую лицензию), либо иностранными образовательными учреждениями, имеющими соответствующий статус;

подготовку (переподготовку) проходят работники, состоящие в штате.

Расходы на обязательное и добровольное страхование имущества. Включают страховые взносы по всем видам обязательного страхования, а также по следующим видам добровольного страхования:

добровольное страхование средств транспорта (водного, воздушного, наземного, трубопроводного), в том числе арендованного, расходы на содержание которого включаются в расходы, связанные с производством и реализацией;

добровольное страхование грузов;

добровольное страхование основных средств производственного назначения (в том числе арендованных), нематериальных активов, объектов незавершенного капитального строительства (в том числе арендованных);

добровольное страхование рисков, связанных с выполнением строительно-монтажных работ;

добровольное страхование товароматериальных запасов;

добровольное страхование урожая сельскохозяйственных культур и животных;

добровольное страхование иного имущества, используемого при осуществлении деятельности, направленной на получение дохода;

добровольное страхование ответственности за причинение вреда, если такое страхование является условием осуществления деятельности в соответствии с международными обязательствами Российской Федерации или общепринятыми международными требованиями.

Суммы налогов и сборов в соответствии с законодательством Российской Федерации о налогах и сборах.

Расходы по набору работников, включая расходы на услуги специализированных организаций по набору персонала.

Суммы комиссионных сборов за выполненные сторонними организациями работы.

Суммы выплаченных подъемных в пределах норм, установленных в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Расходы на содержание служебного транспорта (автомобильного, железнодорожного, воздушного и иных видов транспорта). Расходы на компенсацию за использование для служебных поездок личных легковых автомобилей и мотоциклов в пределах норм, установленных Правительством Российской Федерации.

Арендные (лизинговые) платежи за арендуемое (принятое в лизинг) имущество. В случае, если имущество, полученное по договору лизинга, учитывается у лизингополучателя, арендные (лизинговые) платежи признаются расходами за вычетом сумм начисленной амортизации.

Расходы на маркетинговую деятельность:

расходы на текущее изучение конъюнктуры рынка, сбор информации, связанной с производством и реализацией товаров, работ и услуг, расходы на рекламу производимых, и приобретенных, и (или) реализуемых товаров, работ и услуг, расходы на деятельность по созданию товарного знака и знака обслуживания, расходы на участие в выставках и ярмарках.

К расходам на рекламу относятся:

расходы на рекламные мероприятия через средства массовой информации;

расходы на световую и иную наружную рекламу, включая изготовление рекламных стендов и рекламных щитов;

расходы на участие в выставках, ярмарках, экспозициях, на оформление витрин, выставок-продаж, комнат-образцов и демонстрационных залов, на изготовление рекламных брошюр и каталогов, содержащих информацию о работах и услугах организации, на уценку товаров, полностью или частично потерявших свои качества при экспонировании.

Расходы на сертификацию продукции.

Расходы на юридические и иные аналогичные услуги.

Расходы на публикацию бухгалтерской отчетности, а также публикацию и раскрытие иной информации, если законодательством Российской Федерации возможна такая обязанность на организацию.



Расходы, связанные с представлением форм и сведений государственного статистического наблюдения, если законодательством Российской Федерации возложена на организацию такая обязанность.

Расходы на доставку от места жительства (сбора) до места работы (и обратно) работников, занятых в организациях, которые осуществляют свою деятельность вахтовым способом или в полевых (экспедиционных) условиях.

В состав затрат на производство включаются все суммы начисленной амортизации по всем видам и группам амортизируемого имущества, находящегося в собственности организации, включая нематериальные активы.

9) Российские организации в составе затрат, участвующих при расчете прибыли и принимаемых на уменьшение прибыли, несут затраты, не связанные с производством и реализацией продукции (работ, услуг). Данные затраты объединяются в отдельную группу под названием «Внереализационные расходы». Ниже приводится их перечень в соответствии с законодательством:

расходы на содержание переданного по договору аренды (лизинга) имущества (включая амортизацию по этому имуществу);

расходы в виде процентов по долговым обязательствам любого вида, в том числе процентов, начисленных по ценным бумагам и иным обязательствам, выпущенным (эмитированным) налогоплательщиком;

расходы на организацию выпуска собственных ценных бумаг, в частности, на подготовку проспекта эмиссии ценных бумаг, изготовление или приобретение бланков, регистрацию ценных бумаг, расходы, связанные с обслуживанием собственных ценных бумаг;

расходы, связанные с обслуживанием приобретенных ценных бумаг, в том числе оплата услуг реестродержателя, депозитария; расходы, связанные с получением информации в соответствии с законодательством Российской Федерации;

расходы в виде отрицательной курсовой разницы, возникающей в результате переоценки имущества в виде валютных ценностей и требований (обязательств), стоимость которых выражена в иностранной валюте. Эта переоценка проводится в связи с изменением официального курса иностранной валюты к рублю Российской Федерации;

расходы в виде суммовой разницы, возникающей у организаций в случае, если сумма возникших обязательств и требований, исчисленная по установленному соглашению сторон курсу условных денежных единиц на дату реализации (оприходования) товаров (работ, услуг), имущественных прав, не соответствует фактически поступившей (уплаченной) сумме в рублях;

расходы в виде отрицательной (положительной) разницы, образующейся вследствие отклонения курса продажи (покупки) иностранной валюты от официального курса Центрального банка Российской Федерации, установленного на дату перехода права собственности на иностранную валюту;

расходы на ликвидацию выводимых из эксплуатации основных средств;

расходы, связанные с консервацией и расконсервацией производственных мощностей и объектов; судебные и арбитражные сборы;

затраты на аннулированные производственные заказы, а также затраты на производство, не давшее продукции;

расходы в виде штрафов, пеней и (или) иных санкций за нарушение договорных или долговых обязательств;

расходы на услуги банков;

расходы на проведение ежегодного собрания акционеров (участников, пайщиков).

К внереализационным расходам приравниваются убытки, полученные организацией в отчетном периоде, – это:

убытки прошлых лет, выявленные в текущем отчетном периоде;

суммы безнадежных долгов;

потери от простоев по внутрипроизводственным причинам;

не компенсируемые виновниками потери от простоев по внешним причинам;

расходы в виде недостачи материальных ценностей в производстве и на складах;

потери от стихийных бедствий, аварий и других чрезвычайных ситуаций;

убытки по сделке уступки права требования.

На рис. 1 представлена модель управления затратами по целевым признакам.

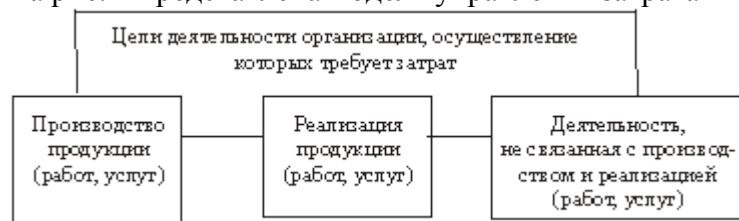


Рис. 1. Исходная модель управления затратами

Исходная модель управления затратами выделяет специфические области деятельности организаций, требующие текущих затрат.

На рис. 2, 3, 4 изображена структура элементов исходной модели, в каждом из которых произведена группировка целей в конкретной области деятельности организации.



Рис. 2. Первый элемент исходной модели

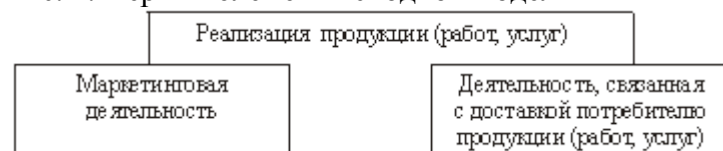


Рис. 3. Второй элемент исходной модели

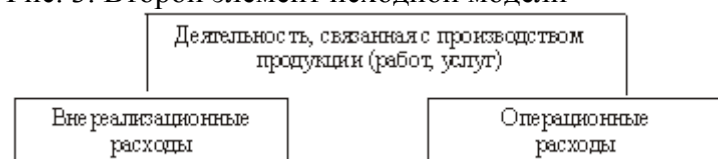


Рис. 4. Третий элемент исходной модели

### Управление затратами на основе системы «директ-костинг»

Расчет полных затрат требует многочисленных расчетов, распределений затрат по сметам, составление балансов увязки затрат, выполнение проверочных заключительных расчетов, которые довольно трудоемки.

В динамичных условиях рыночного производства администрация и менеджеры организаций нуждаются в оперативной информации о затратах предприятия на производство продукции (работ, услуг).

Колебания объемов производства и реализации продукции, с одной стороны, а также увеличение доли постоянных затрат в их общем объеме, с другой стороны, существенно сказываются на себестоимости изделий и на прибыли в целом. Возникает необходимость в информации о затратах на изготовление изделий, не искаженной в результате косвенного распределения части расходов, которые относительно неизменны при любом объеме производства. Поэтому в настоящее время в теории и

практике управления затратами используется следующий подход: самая точная калькуляция изделия не та, которая наиболее полно после многочисленных расчетов и распределений включает все виды расходов, а та, в которую включены затраты, непосредственно связанные с выпуском данной продукции (работ или услуг).

Такую информацию в виде данных о неполной производственной себестоимости (в части прямых, переменных или всех производственных затрат) и маржинальном доходе (сумме покрытия) – о разнице между выручкой от реализации и неполной себестоимостью реализованной продукции – и дает система «директ-костинг».

Для управления затратами по системе «директ-костинг» используют классификацию затрат на основе статей калькуляции. Неполная себестоимость по системе «директ-костинг» в разрезе статей калькуляции выглядит следующим образом:

1. Сырье и материалы;
2. Покупные изделия, полуфабрикаты;
3. Топливо технологическое;
4. Энергия технологическая;
5. Основная заработная плата рабочих, занятых изготовлением продукции (работ, услуг);
6. Дополнительная заработная плата рабочих, занятых изготовлением продукции (работ, услуг);
7. Отчисления на социальные нужды от основной и дополнительной заработной платы рабочих, занятых изготовлением продукции (работ и услуг).

В соответствии с классификацией затрат в неполную себестоимость вошли:

затраты переменные, зависящие от изменения объема производства продукции (работ, услуг);

затраты простые, т.е. состоящие из одного вида затрат;

затраты основные (производственные), вызываемые функционированием основного производства.

При этом, для составления неполной себестоимости неважно, прямые это затраты или косвенные (дополнительная заработная плата и отчисления на социальные нужды). Главное в этом подходе состоит в том, что ограниченная себестоимость наиболее полно отражает эффективность основного производства.

Другие виды затрат, не вошедших в ограниченную себестоимость, но по своей экономической сущности составляющих часть текущих издержек, возмещаются единой суммой из выручки.

Применяя систему «директ-костинг» (систему учета сумм покрытия или маржинального дохода), можно оперативно изучать взаимосвязи между объемом производства и затратами (себестоимостью, выручкой, прибылью и маржинальным доходом).

В табл. 4 представлен состав показателей, позволяющих эту взаимосвязь изучить аналитически. Задача анализа состоит в том, чтобы определить критический объем производства, т.е. такой объем, при котором выручка от реализации продукции равна её полной себестоимости.

В качестве исходных данных использованы в расчетах точки безубыточности (табл. 4):

объем продаж в натуральных единицах;

выручка от продаж в стоимостном выражении;

переменные расходы в тыс. руб.

Точка критического объема (К) равна:

$$K = \frac{З_{пост}}{МДизд}, \quad (18)$$

где  $З_{пост}$  – величина условно-постоянных затрат в составе текущих издержек;

$МДизд$  – величина маржинального дохода на единицу продукции (разница между ценой реализации изделия и величиной его себестоимости, исчисленной по переменным расходам).

Таблица 4

#### Расчет точки безубыточности в натуральном и стоимостном выражении

Показатели	Значение показателя
------------	---------------------

1. Объем продаж, единиц	4375
2. Выручка от продаж, тыс. руб.	166632,0
3. Переменные расходы, тыс. руб.	151158,0
4. Удельные переменные расходы (стр. 3: стр. 1), руб.	34550,0
5. Цена продажи (стр. 2: стр. 1), руб.	38087,0
6. Удельный маржинальный доход (стр. 5 – стр. 4), руб.	3537,0
7. Постоянные расходы, тыс. руб.	13134,0
8. Точка безубыточности (стр. 7: стр. 6), единиц	3713
9. Выручка в точке безубыточности (стр. 8 × стр. 5), тыс. руб.	141417
10. Прибыль (стр. 2 – стр. 3 – стр. 7)	2340

$$\begin{aligned}
 & \text{К (в натуральном выражении)} = \\
 & = \frac{13134 \text{ тыс. руб.}}{3537 \text{ руб.}} = 3713 \text{ ед. – точка безубыточности}
 \end{aligned}$$

Выручка в точке безубыточности:

$$\text{К (в стоимостном выражении)} = 3713 \text{ ед.} \cdot 38087 \text{ руб.} = 141\,417 \text{ тыс. руб.}$$

В процессе управления затратами часто приходится отвечать на вопрос: что будет, если использование маржинального подхода по системе «директ-костинг» дает возможность рассчитать операционный рычаг, который позволяет оценить степень влияния изменения объемов продаж на размер будущей прибыли организации.

$$\text{Операционный рычаг} = \frac{\text{Маржинальный доход}}{\text{Прибыль от продаж}} \quad (19)$$

Очевидно, что прибыль может быть получена лишь после прохождения точки безубыточности (равновесия). Таким образом, расчет операционного рычага позволяет ответить на вопрос, какой прирост прибыли следует ожидать при увеличении объемов продаж на 1% после преодоления организацией равновесного состояния.

Расчет операционного рычага приведен в табл. 5.

Таблица 5

**Расчет операционного рычага**

Показатели	Значение показателя	В % к выручке от продаж
Объем продаж, единицы	4375	-
Выручка от продаж, тыс. руб.	166632,0	100,0
Переменные расходы, тыс. руб.	151158,0	90,71
Маржинальный доход (стр. 2 – стр. 3), тыс. руб.	15474,0	9,29

Постоянные расходы, тыс.руб.	13134,0	7,88
Прибыль (стр. 4 – стр. 5), тыс. руб.	2340,0	1,4
Операционный рычаг (стр. 4 – стр. 6)	6,61	

На небольшом удалении от точки безубыточности сила воздействия операционного рычага будет максимальной, по мере возрастания объемов продаж она начинает убывать: каждый последующий процент прироста выручки будет обеспечивать все меньший процент прироста прибыли. При скачке постоянных затрат, диктуемом интересами дальнейшего наращивания мощностей или другими обстоятельствами, значение точки безубыточности возрастает, и данные зависимости приходится прогнозировать заново. Изменение объемов продаж относительно точки безубыточности влечет за собой и применение запаса финансовой прочности. Одновременно меняются риски предприятия (табл. 6):

Таблица 6

**Влияние изменения объемов продаж на изменение операционного рычага и запас финансовой прочности**

Показатели	Прогнозируемый объем продаж, ед.			
	3750	4000	4375	5000
1	2	3	4	5
Выручка от продаж*, тыс. руб.	142826,0	152348,0	166632,0	190435,0

Окончание табл. 6

1	2	3	4	5
Переменные расходы**, тыс. руб.	129562,0	138200,0	151158,0	172750,0
Маржинальный доход, тыс. руб. (стр. 1 – стр. 2)	13264,0	14148,0	15474,0	17685,0
Постоянные расходы, тыс. руб. (стр. 7 табл. 2)	13134,0	13134,0	13134,0	13134,0
Прибыль (стр. 3 – стр. 4), тыс. руб.	130,0	1014,0	2340,0	4551,0
Точка безубыточности, единиц (стр. 8 табл. 2)	3713	3713	3713	3713
Выручка в точке безубыточности, тыс. руб. (стр. 9 табл. 2)	141417,0	141417,0	141417,0	141417,0

Операционный рычаг (стр. 3: стр. 5)	102,04	13,95	6,61	3,89
9. Запас финансовой прочности:				
(стр. 1 – стр. 7), тыс. руб.	1409,9	10931,0	25215,0	49018,0
(стр. 1 – стр. 7): стр. 1 × 100, %	0,98	7,17	15,13	25,74

\*Цена продажи – 38087,0 руб. (табл. 4)

\*\*Удельные переменные расходы – 34550,0 руб. (табл. 4)

Выполненные расчеты свидетельствуют о том, что вблизи точки равновесия деятельность организации не только наиболее результативна, но и сопровождается максимальными рисками. Так, при объеме продаж в 3750 ед. увеличение выручки от реализации на 1% обеспечит предприятию прирост прибыли на 2,04%, т.е. более чем в два раза. Снижение в этой точке объемов продаж сократит в два раза финансовый результат организации.

Реализация 5000 единиц продукции окажется для предприятия менее рентабельной чем в пределах 4000–4375 ед., но вместе с тем и менее рискованной: рост продаж в этой точке на 1% вызовет прирост прибыли на 3,89%, запас финансовой прочности при этом возрастет.

О сокращении рисков предпринимательской деятельности по мере удаления от точки безубыточности свидетельствует и динамика запаса финансовой прочности – показателя, характеризующего возможность снижения продаж до начала получения предприятием убытков. Так, по данным табл. 8.3, продажи на уровне 3750 ед. обеспечат предприятию запас финансовой прочности в размере 1409,9 тыс. руб. (или 0,98%), при реализации 5000 единиц продукции этот показатель составит 49018,0 тыс. руб. (или 25,74%).

Таким образом, чем ближе ожидаемые продажи к равновесному состоянию, тем чувствительнее к изменению объемов реализации прибыль предприятия. Предпринимательская деятельность при этом сопровождается повышением как рентабельности, так и предпринимательских рисков.

Следовательно, управлять рисками можно посредством влияния на размер ожидаемых продаж.

А можно ли минимизировать риски путем управления затратами предприятия? Для ответа на данный вопрос следует преобразовать формулу расчета операционного рычага:

$$\begin{aligned} \text{Операционный рычаг} &= \frac{\text{Прибыль} + \text{Постоянные расходы}}{\text{Прибыль}} = \\ &= \frac{1 + \text{Постоянные расходы}}{\text{Прибыль}}, \% \end{aligned} \quad (20)$$

Из представленной зависимости видно, что переменные затраты не участвуют в расчете операционного рычага и на его уровень не влияют. И, напротив, чем выше уровень постоянных расходов, тем выше операционный рычаг и, следовательно, риск предпринимательской деятельности. В табл. 7 выполнены расчеты операционного рычага и запаса финансовой прочности при трех вариантах размера постоянных затрат и объемах продаж в 4000 ед. Первый вариант соответствует данным табл. 5., во втором случае предполагается рост постоянных затрат предприятия на 5%, в третьем случае на 7%. Объемы продаж и переменных расходов для всех вариантов неизменны.

Таблица 7

#### **Влияние роста условно-постоянных расходов на показатели операционного рычага и запаса финансовой прочности**

Показатели	Сравниваемые варианты		
	I	II	III
1	2	3	4
Выручка от продаж, тыс. руб.	152348,0	152348,0	152348,0

Окончание табл. 7

1	2	3	4
Переменные расходы, тыс. руб.	138200,0	138200,0	138200,0
Маржинальный доход (стр. 1 – стр. 2), тыс. руб.	14148,0	14148,0	14148,0
Постоянные расходы, тыс. руб.	13134,0	13790,7*	14053,4**
Прибыль (стр. 3 – стр. 4), тыс. руб.	1014,0	357,3	94,6
Точка безубыточности (стр. 4: стр. 3:4000), единиц	3713	3900	3974
Выручка в точке безубыточности, тыс. руб.	141417,0	148539,0	151358,0
Операционный рычаг (стр. 3: стр. 5)	13,95	39,60	149,56
Запас финансовой прочности:			
(стр. 1 – стр. 7), тыс. руб.	10931,0	3809,0	990,0
(стр. 1 – стр. 7): стр. 1 × 100, %	7,17	2,5	0,65

\*13134,0×1,05=13790,7 тыс. руб.

\*\*13134,0×1,07=14053,4 тыс. руб.

Сравнение представленных альтернатив приводит к заключению о пагубном воздействии роста постоянных затрат на уровень предпринимательского риска. Следствием роста этой категории издержек всего лишь на 5% стал трехкратный рост операционного рычага (с 13,95 до 39,60) и снижение запаса финансовой прочности (с 7,17% до 2,5%).

При условии роста постоянных издержек на 7% эти показатели изменятся более чем в десять раз.

Финансовые результаты предприятия чувствительны такие к изменению доли постоянных расходов. Этот вид затрат доминирует на крупных производствах, которые располагают существенными суммами активов и несут большие административно-управленческие расходы.

В табл. 8 представлены расчеты влияния изменения доли условно-постоянных издержек на операционный рычаг и запас финансовой прочности при неизменной величине затрат на производство и реализацию продукции.

Таблица 8

**Влияние изменения условно-постоянных расходов на показатели  
финансового рычага и запаса финансовой прочности**

Показатели	Сравниваемые варианты		
	I	II	III
Объем продаж, единиц	4000	4000	4000
Выручка от продаж, тыс. руб.	152348,0	152348,0	152348,0
Переменные расходы, тыс. руб.	138200,0	143200,0	146200,0
Маржинальный доход (стр. 2 – стр. 3), тыс. руб.	14148,0	9148,0	6148,0
Удельный маржинальный доход (стр. 4: стр. 1), тыс. руб.	3,537	2,287	1,537
Постоянные расходы, тыс. руб.	13134,0	8134,0	5134,0
Итого расходов (стр. 3+стр. 6), тыс. руб.	151334,0	151334,0	151334,0
Прибыль (стр. 4 – стр. 6), тыс. руб.	1014,0	1014,0	1014,0
Точка безубыточности (стр. 6: стр. 5), единиц	3713	3557	3340
Выручка в точке безубыточности (стр. 9 x 38087,0*), тыс. руб.	141417,0	135475,0	127210,0
Операционный рычаг (стр. 4: стр. 8)	13,95	9,02	6,06
Запас финансовой прочности: (стр. 2 – стр. 10), тыс. руб.	10931,0	16873,0	25138,0
(стр. 2 – стр. 10): стр. 2×100, %	7,17	11,07	16,5

Результаты показывают, что при одинаковой сумме общих затрат уменьшение в ней доли постоянных затрат благоприятно воздействует на финансовую стабильность предприятия: снижается значение точки безубыточности и сила воздействия операционного рычага, возрастает запас финансовой прочности. Производственные риски снижаются, однако деятельность предприятия не становится менее эффективной.

Выявленные зависимости в результате применения системы «директ-костинг» показали, что маржинальный подход является весьма информативным методом для управляющих и менеджеров в процессе управления затратами предприятий и организаций. На основе полученной информации можно принимать оперативные решения по управлению затратами: минимизировать неэффективные издержки, находить способы перевода постоянных издержек в переменные, т.е. разрабатывать методики исчисления затрат в зависимости от изменения объемов производства и реализации продукции,



проводить преобразования в производстве и разрабатывать стратегию организации с целью минимизации производственных рисков и, конечно, проводить эффективную ценовую политику.

$$\text{ЭСР} = \text{ЭОР} \times \text{ЭФР}$$

**(эффект совместного рычага)**

#### **Управление ценами и политика ценообразования**

Управление ценами - установка, мониторинг, анализ, регулирование цен на продукцию (товары, работы, услуги) в зависимости от рыночной конъюнктуры.

Политика ценообразования - Формирование цены конкретного вида продукции (товаров, работ, услуг).

Ценовая политика - Деятельность организации по целенаправленному использованию цены для достижения целей и задач.

Цена – выражение стоимости товара в денежных единицах определённой валюты (национальной или международной) за количественную единицу товара.

Функции цены:

1. Измерительная.
2. Регулирующая.
3. Стимулирующая.
4. Перераспределительная.

Классификация цен

Признак	Виды цен
От обслуживания сферы товарного обращения	Оптовые (трансфертные, биржевые котировки, аукционные, зачетные), розничные, закупочные, цены на строительную продукцию, тарифы транспорта, цены и тарифы на платные услуги населению, цены внешнеторгового оборота (экспортные, импортные)
Степень свободы цены от воздействия государства	Свободные (государство может воздействовать только через воздействие на конъюнктуру рынка); регулируемые (устанавливаются органами управления); фиксированные (тарифы)
От времени действия	Долговременные; текущие, скользящие (падающие); гибкие; сезонные

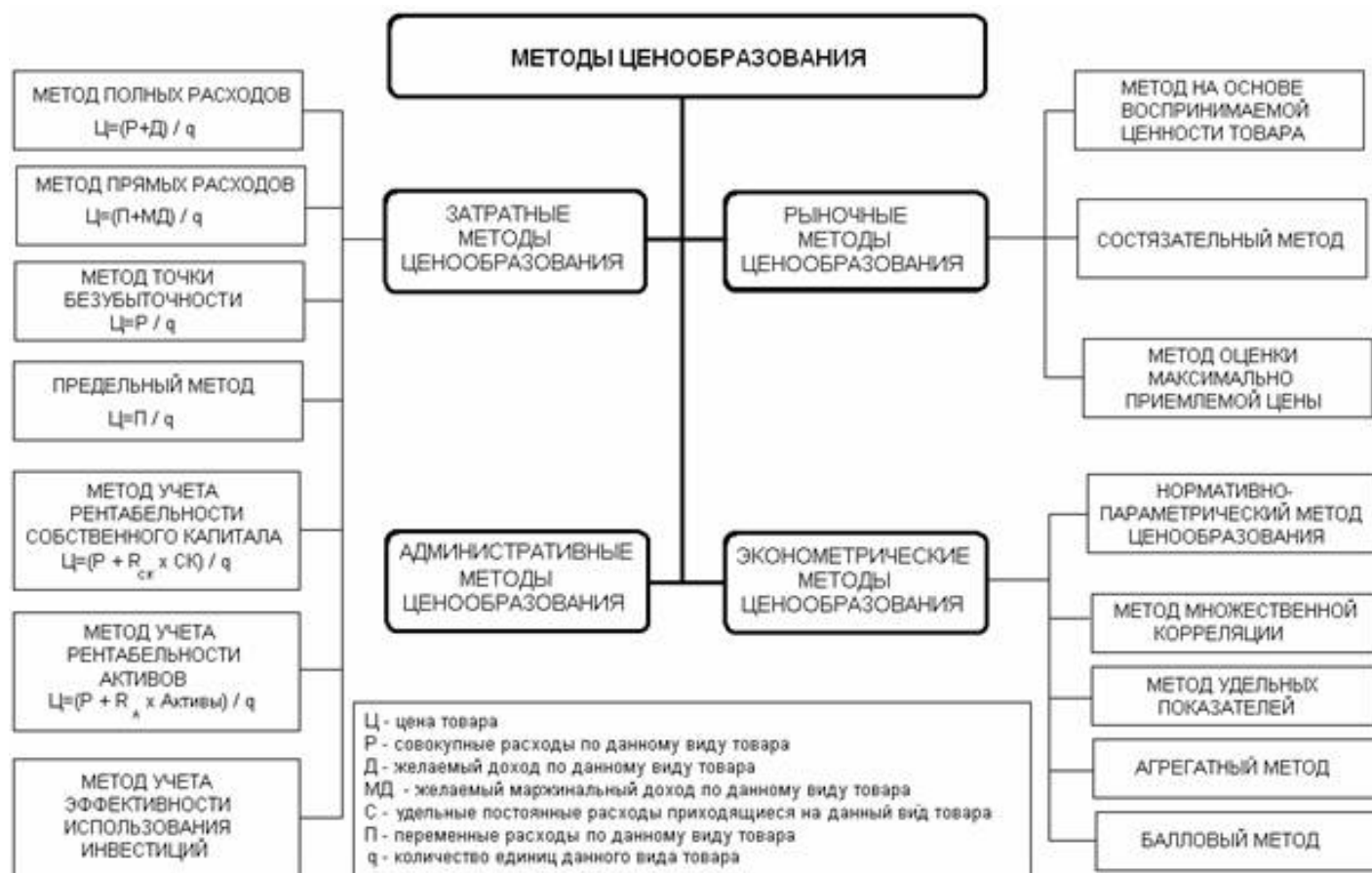
#### **ВИДЫ ЦЕН**

1. Отпускная (оптовая) цена предприятия
2. Цены оптово-сбытового звена
3. Розничная цена
4. Трансфертная цена.

Себестоимость продукции	Прибыль предприятия	Акциз (по подакцизным товарам)	НДС	Снабженческо-сбытовая надбавка	Торговая надбавка
Оптовая цена предприятия					
Отпускная цена предприятия без НДС					
Отпускная цена предприятия с НДС (покупная цена оптового посредника)					
Продажная цена оптового посредника (покупная цена предприятия торговли)					
Розничная цена					

## Методы ценообразования

1. Рыночные
2. Затратные
3. Договорно-контрактные (конкурентные)
4. Параметрические
5. Административные



## Рыночные методы ценообразования

Рыночная цена - цена, сложившаяся при взаимодействии спроса и предложения на рынке идентичных (а при их отсутствии – однородных) товаров (работ, услуг) в сопоставимых экономических (коммерческих) условиях.

Рынок товаров - сфера их обращения, определяемая исходя из возможности покупателя (продавца) реально и без значительных дополнительных затрат приобрести (реализовать) товар на ближайшей по отношению к покупателю (продавцу) территории РФ или за пределами РФ См. ст. 40 НК РФ

Эластичность – степень чувствительности потребителей к изменению цены продаваемого им товара

Предприятия, использующие рыночные методы с ориентацией на потребителя, прежде всего ориентированы в своей практике ценообразования на сложившийся уровень спроса на товар, на эластичность спроса, а также на ценностное восприятие потребителем их продукции.

Методы ценообразования, основанные на воспринимаемой ценности товара, базируются на величине экономического эффекта, получаемого потребителем за время использования товара. К данной подгруппе методов можно отнести:

- 1) метод расчета экономической ценности товара;
- 2) метод оценки максимально приемлемой цены.

Процедура расчета цены по методу расчета экономической ценности товара для потребителя состоит из следующих этапов:

- 1) определение цены (или затрат), связанной с использованием того блага, которое покупатель склонен рассматривать как лучшую из реально доступных ему альтернатив;
- 2) определение всех параметров, которые отличают данный товар, как в лучшую, так и в худшую сторону, от товара-альтернативы;
- 3) оценка ценности для покупателя различий в параметрах данного товара и товара-альтернативы;
- 4) суммирование цены безразличия и оценок положительной и отрицательной ценности отличий товара от товара-альтернативы.

Вторым способом определения цены через воспринимаемую ценность товара является метод оценки максимально приемлемой цены. Данный подход особенно полезен для установления цен на промышленные товары, когда базовая выгода для покупателя состоит в снижении издержек. Под максимальной ценой понимается цена, соответствующая нулевой экономии на издержках, т.е. чем выше будет повышаться цена относительного данного уровня, тем сильнее будет ее неприятие покупателем.

Процедура определения цены по методу оценки максимально приемлемой цены сводится к следующим расчетам:

- 1) определение совокупности применений и условий применения товара;
- 2) выявление неценовых достоинств товара для покупателя;
- 3) выявление всех неценовых издержек покупателя при использовании товара;
- 4) установление уровня равновесия «достоинства—издержки».

Подгруппа методов с ориентацией на спрос может быть подразделена на:

- 1) метод анализа пределов;
- 2) метод анализа пика убытков и прибылей.

Метод на основе анализа пределов чаще всего используется компаниями, ведущими или начинающими свою хозяйственную деятельность на несовершенном, незрелом рынке. В этом случае фирмы-продавцы пытаются определить цену в районе точки совпадения предельных доходов и расходов, т.е. на уровне, обеспечивающем достижение максимально высокой прибыли, найдя соответствующие этой точке объемы продаж и определив цену на данное время.

Однако определение цены на основе анализа пределов является уместным в случае, если фирма исходит из предпосылки достижения максимальной прибыли. Но даже при этом следует располагать следующими условиями:

- фирма должна быть в состоянии точно подсчитать и постоянные, и переменные издержки;
- она должна располагать условиями, позволяющими точно спрогнозировать и графически изобразить кривую спроса;
- спрос на рынке должен находиться под влиянием изменения только/или преимущественно цен, а объем продаж — показывать соответствующий уровень цены.

Метод определения цены продажи на основе анализа пика убытков и прибылей позволяет найти объем производства и объем продаж, соответствующие такому положению, когда общая сумма прибылей и общая сумма затрат равны между собой. При этом данный способ применяется в случае, когда целью компании является определение цены, дающей возможность получить максимум прибыли. Он позволяет определить ряд возможных цен в результате их сравнения с прямой суммарных издержек, которая строится из предложений на основе этих нескольких вариантов цен, находится требуемая цена, позволяющая получать максимальную прибыль.

Методы расчета цены с ориентацией на конкуренцию, также относящиеся к группе рыночных методов, устанавливают цены на товары и услуги через анализ и сравнение силы дифференциации товаров данной фирмы с фирмами-конкурентами на конкретном рынке. При этом во внимание принимается сложившийся уровень цен. Таким образом, метод определения цены с ориентацией на конкуренцию состоит в определении цены с учетом конкурентной ситуации и конкурентного положения данной фирмы на рынке. Методы установления цены с ориентацией на конкурентов можно подразделить на:

- 1) метод следования за рыночными ценами;
- 2) метод следования за ценами фирмы-лидера на рынке;
- 3) метод определения цены на основе привычных, принятых в практике данного рынка цен;
- 4) метод определения престижных цен;
- 5) состязательный метод.

#### **Затратные методы ценообразования**

Базовая цена - цена без скидок, надбавок и налогов, непосредственно формирующих цену реализации  
Затратные методы.

Затратные методы ценообразования предполагают расчет цены продажи продукции путем прибавления к издержкам производства некой определенной величины. К ним можно отнести следующие методы:

- 1) полных издержек;
- 2) прямых затрат;
- 3) предельных издержек;
- 4) на основе анализа безубыточности;
- 5) учета рентабельности инвестиций;
- 6) надбавки к цене.

Суть метода полных издержек (метод «издержки плюс») состоит в суммировании совокупных издержек (переменные (прямые) плюс постоянные (накладные) издержки) и прибыли, которую фирма рассчитывает получить.

Если предприятие отталкивается от определенного процента рентабельности производства продукции, то расчет продажной цены может быть произведен по следующей формуле:

$$P = C (1 + R/100),$$

где P — продажная цена;

C — полные издержки на единицу продукции;

R — ожидаемая (нормативная) рентабельность.

Сущность метода прямых затрат (метод минимальных издержек, метод стоимостного изготовления) состоит в установлении цены путем добавления к переменным затратам определенной надбавки — прибыли. При этом постоянные расходы, как расходы предприятия в целом, не распределяются по отдельным товарам, а погашаются из разницы между суммой цен реализации и переменными затратами на производство продукции. Эта разница получила название «добавленной», или «маржинальной».

Метод прямых затрат позволяет с учетом условий сбыта находить оптимальное сочетание объемов производства, цен реализации и расходов по производству продукции. Однако он может быть с уверенностью использован при установлении цен только тогда, когда имеются неиспользованные

резервы производственных мощностей и когда все постоянные расходы возмещаются в ценах, установленных из текущего объема производства.

Расчет цен на основе метода предельных издержек также базируется на анализе себестоимости, но он более сложен, чем рассмотренные методы. При предельном ценообразовании надбавка делается только к предельно высокой себестоимости производства каждой последующей единицы уже освоенного товара или услуги.

Этот метод оправдан только в том случае, если гарантированная продажа по несколько более высокой цене достаточна, чтобы покрыть накладные расходы.

К методам ценообразования на основе издержек производства относится расчет цен на основе анализа безубыточности и обеспечения целевой прибыли. Фирма стремится установить на свой товар цену на таком уровне, который обеспечивал бы ей получение желаемого объема прибыли.

Точку безубыточности можно также найти аналитическим методом по следующей формуле:

$$BSV = FC / TR ,$$

где BSV — точка безубыточности;

FC — постоянные затраты;

TR — валовая прибыль.

Если предприятие выпускает широкую номенклатуру продукции, то используют расширенный вариант формулы безубыточности:

$$BSV = FC / (S \times TR)^A + (S \times TR)^B + (S \times TR)^C + (S \times TR)^D ,$$

где S — процент общего объема продаж для каждого товара (A, B, C, D).

Метод учета рентабельности инвестиций. Основная задача метода состоит в том, чтобы оценить полные затраты при различных программах производства товара и определить объем выпуска, реализация которого по определенной цене позволит окупить соответствующие капиталовложения.

Данный метод учитывает платность финансовых ресурсов, необходимых для производства и реализации товара. Метод успешно подходит при принятии решений о величине объема производства нового для предприятия товара с известной рыночной ценой. Основным недостатком метода — использование процентных ставок, которые в условиях инфляции весьма неопределенны во времени.

Метод надбавки к цене предполагает умножение цены приобретения товара на повышающий коэффициент по формуле:

$$P_s = P_p \times (1 + m),$$

где  $P_s$  — цена продажи;

$P_p$  — цена приобретения;

m — повышающий коэффициент (торговая надбавка), %.

Повышающий коэффициент может быть рассчитан несколькими способами. Первым способом исчисляется процент наценки на основе цены приобретения товара по следующим формулам:

$$m_p = (P_s - P_p) / P_p ;$$

$$m_p = M / (P_s - M),$$

где  $m_p$  — коэффициент добавочной стоимости по отношению к цене приобретения;

S — цена продажи;

C — себестоимость;

М — маржа (прибыль).

Вторым способом исчисляется процент наценки на основе цены реализации по приводимым ниже формулам:

$$m_s (\%) = (P_s - P_p) / P_s ;$$

$$m_s (\%) = M / (P_p + M),$$

где  $m_s$  — коэффициент добавочной стоимости по отношению к цене продажи.

Процент наценки на основе цены реализации легко пересчитывается в процент наценки на основе цены приобретения товара. Возможна и обратная операция. Их взаимосвязь выражается формулами:

$$m_s = m_p / (100\% + m_p);$$

$$m_p = m_s / (100\% - m_s).$$

Выражение коэффициента повышения цены от цены продажи через коэффициент повышения цены от себестоимости называется восстановлением себестоимости. И наоборот, выражение коэффициента повышения цены от себестоимости через коэффициент повышения цены от цены продажи называется восстановлением цены продажи.

Параметрические методы.

Фирмы часто испытывают необходимость в проектировании и освоении производства такой продукции, которая не заменяет ранее освоенную, а дополняет или расширяет уже существующий параметрический ряд изделий. Под параметрическим рядом понимается совокупность конструктивно и технологически однородных изделий, предназначенных для выполнения одних и тех же функций и отличающихся друг от друга значениями технико-экономических параметров в соответствии с выполняемыми производственными операциями.

Нормативно-параметрические методы — это методы установления цен на новую продукцию в зависимости от уровня ее потребительских свойств с учетом нормативов затрат на единицу параметра. К данной группе методов ценообразования можно отнести:

- 1) метод удельных показателей;
- 2) метод регрессионного анализа;
- 3) агрегатный метод;
- 4) балловый метод.

Метод удельных показателей используется для определения и анализа цен небольших групп продукции, характеризующихся наличием одного основного параметра, величина которого в значительной степени определяет общий уровень цены изделия. При данном методе первоначально рассчитывается удельная цена  $P'$  по формуле:

$$P' = P_b / N_b ,$$

где  $P_b$  — цена базисного изделия;

$N_b$  — величина параметра базисного изделия.

Затем рассчитывается цена нового изделия  $P$  по формуле:

$$P = P' \times N,$$

где  $N$  — значение основного параметра нового изделия в соответствующих единицах измерения.

Этот метод можно применять для обоснования уровня и соотношения цен небольших параметрических групп продукции, имеющих несложную конструкцию и характеризующихся одним

параметром. Он крайне несовершенен, поскольку игнорирует все другие потребительские свойства изделия, не учитывает альтернативные способы использования продукции, а также полностью игнорирует спрос и предложение.

Агрегатный метод заключается в суммировании цен отдельных конструктивных частей изделий, входящих в параметрический ряд, с добавлением стоимости оригинальных узлов, затрат на сборку и нормативной прибыли.

Метод регрессионного анализа применяется для определения зависимости изменения цены от изменения технико-экономических параметров продукции, относящейся к данному ряду, построения и выравнивания ценностных соотношений и определяется по формуле:

$$P = f(X_1, X_2, \dots, X_n),$$

где  $X_1, 2, \dots, n$  — параметры изделия.

Этот метод позволяет моделировать изменение цен в зависимости от их параметров, строго определять аналитическую форму связи и использовать рассчитанные уравнения регрессии для определения цен изделий, входящих в параметрический ряд. Метод регрессионного анализа является более точным, более совершенным среди других параметрических методов. Увязка цен с качеством достигается с помощью экономико-параметрических приемов и вычислительной техники.

Балловый метод состоит в том, что на основе экспертных оценок значимости параметров изделий для потребителей каждому параметру присваивается определенное количество баллов, суммирование которых дает своего рода оценку технико-экономического уровня изделия. Он незаменим в тех случаях, когда цена зависит от многих параметров качества, в том числе от таких, которые не поддаются количественному соизмерению. К последним относятся удобство изделия, эстетичность, дизайн, экологичность, противопожарность, органолептические свойства (запах, вкус, цвет), модность.

$$P' = \frac{P_b}{\sum (M_{bi} \times V_i)},$$

где  $P'$  — цена одного балла;

$P_b$  — цена базового изделия-эталона;

$M$  — балловая оценка  $i$ -го параметра базового изделия;

$V_i$  — весомость параметра.

Далее определяется цена нового изделия:

$$P = S(M_{ni} \times V_i) \times P',$$

где  $M_{ni}$  — балловая оценка  $i$ -го параметра нового изделия.

### **Административные методы ценообразования**

Регулирующий орган: Федеральная служба по тарифам (ФСТ России)

Систематизируя в общем виде формы административного регулирования ценообразования, можно выделить следующие:

1. Установление фиксированных цен и тарифов.
2. Установление пределов возможного роста цен за определенный период времени или предельного уровня цены: максимального или минимального уровня цены.
3. Установление предельного норматива рентабельности (желаемого дохода).
4. Общее замораживание цен (применяется при сильном развитии инфляции) или замораживание цен на отдельные группы товаров.
5. Установление предельных размеров снабженческо-сбытовых и торговых надбавок.
6. Декларирование цен.
7. Установление рекомендательных цен по важнейшим видам товаров.

Политика цен (ценовая политика) — это действия органов государственной власти, местного самоуправления и субъектов ценообразования, направленные на осуществление регулирования цен в народном хозяйстве, сфере услуг и контроля за их соблюдением.

## ПРЯМОЕ

1. Замораживание цен
2. Установление фиксированных цен и тарифов
3. Установление предельного уровня цены
4. Установление предельно норматива рентабельности
5. Установление предельных размеров надбавок, наценок
6. Декларирование цен
7. Установление рекомендательных цен

## КОСВЕННОЕ

1. Льготное налогообложение
2. Льготное кредитование
3. Субсидирование из бюджета
4. Заключение органом власти с юридическим или физическим лицом договора о введении фиксированных цен на реализуемую ими продукцию или услуги

## Управление финансовыми рисками

1. Экономическая сущность и классификация финансовых рисков
2. Управление финансовыми рисками
3. Методы снижения степени риска

### Экономическая сущность и классификация финансовых рисков

Хозяйственное использование активов тесно связано с фактором риска. Риск является важнейшей характеристикой всех форм использования активов в хозяйственной деятельности предприятия. Уровень риска использования активов находится в прямой зависимости от уровня ожидаемой их доходности, формируя единую шкалу «доходность - риск» при осуществлении различных хозяйственных операций. Эта шкала отражает среднерыночные количественные параметры уровня риска использования активов в различных формах и видах предпринимательской деятельности, соответствующих конкретным параметрам уровня ожидаемой доходности активов. Используя активы в целях получения дохода в операционном или инвестиционном процессе, предприниматель всегда должен осознанно идти на риск, меру которого он определяет самостоятельно. Фактор риска является важным объективным атрибутом использования активов и должен обязательно учитываться в процессе управления ими.

Финансовое управление в последнее время в значительной части решаемых проблем является рисковым. Это связано, прежде всего, с нестабильностью российского финансового рынка. Все большее распространение в связи с этим получило понятие «антикризисный менеджмент» и его основная составляющая «риск-менеджмент».

**Риск-менеджмент** можно считать процесс выявления и оценки рисков, а также выбор методов и инструментов управления для минимизации риска. Анализ многочисленных толкований риска позволяет выявить характерные для рисков ситуации черты:

- случайный характер события, определяющий, какой из возможных исходов реализуется на практике, т.е. указывает на неопределенность;
- наличие альтернативных решений;
- понимание (или возможность определения) вероятности исходов и ожидаемые результаты;
- вероятность возникновения убытков;
- вероятность получения дополнительной прибыли.

Исходя из вышеназванных характеристик, можно сформулировать следующее определение риска.

**Риск** - это деятельность, связанная с преодолением неопределенности в ситуации неизбежного выбора, в процессе которой имеется возможность количественно и качественно оценить вероятность достижения предполагаемого результата неудачи или отклонения от цели.

**Финансовый риск** - риск недостатка потоков наличности для выполнения финансовых обязательств хозяйствующего субъекта.



Финансовые риски могут быть выражены в величине потерь доходности ценных бумаг вследствие финансового кризиса, падения валютного курса и т.д.

Управление финансовыми рисками является подсистемой риск-менеджмента и включает следующие мероприятия по оценке и снижению степени рисков:

- прогнозирование, анализ и оценку рисков;
- разработку программы мероприятий по ликвидации последствий кризисных ситуаций;
- разработку методов снижения степени риска;
- создание системы страхования рисков;
- прогнозирование развития предприятия с учетом возможного изменения конъюнктуры и другие мероприятия.

Последовательность управления рисками, а также методы их оценки представлены на рис

Последовательность управления финансовыми рисками



В целях анализа *финансовых рисков*, рассмотрим возможные формы их проявления и классифицируем их.

#### **По временному признаку:**

- краткосрочные риски, влияющие на позиции ликвидности компаний;
- долгосрочные риски, связанные с конечными результатами инвестирования.

#### **В зависимости от степени влияния на финансовое положение компании:**

- допустимый риск (например, угроза потери предприятием прибыли);
- критический риск (например, утрата предполагаемой выручки от реализации продукции);
- катастрофический риск, как совокупность условий, приводящих к потере всего имущества или значительной его части и к банкротству.

#### **По возможности предвидения:**

- ☐ прогнозируемые;
- ☐ непрогнозируемые.

#### **В зависимости от источников возникновения:**

- систематические или рыночные (недиверсифицируемые);

- несистематические или специфические (диверсифицируемые).

*Систематические риски* проистекают из внешних событий, оказывающих влияние на рынок в целом (например, уровень инфляции, изменение процентных ставок, валютного курса, фаза экономического цикла-спада, форс-мажорные обстоятельства). На данный вид риска приходится от 25 до 50% общего риска по любым инвестициям. Устранить полностью этот вид риска нельзя, поскольку он недиверсифицируемый, однако уменьшить его влияние, понизить его уровень вполне возможно.

*Несистематические риски* представляют собой часть общего риска (суммы всех рисков, связанных с осуществлением каких-либо инвестиций), которая устанавливается при анализе предпринимательского климата в стране для определения инвестиционного рейтинга регионов. Данный тип рисков устраняется распылением вложений.

К несистематическим рискам относятся:

- общеотраслевые;
- деловые или коммерческие;
- финансовые.

Несистематические риски вызываются особыми для предприятия событиями, связанными с доступностью сырья, успешной или неуспешной программой маркетинга, получением или потерей крупных контрактов, воздействием иностранных конкурентов, а также влиянием некоторых правительственных мер. Влияние этого вида риска на «портфель» инвестиций устраняется или уменьшается распределением капитала между различными предприятиями, отраслями, регионами и странами.

**По отношению к организации различают** внешние и внутренние риски.

*Внешние* риски подразделяются на:

- политические риски, существенными факторами которых является стабильность политической власти на федеральном и/или региональном уровнях, возможности пересмотра сложившихся отношений собственности, противоречия в разграничении экономических прав, компетенция и ответственность между правительством, региональными властями, иными структурами, с которыми приходится сталкиваться инвесторам. Следствием таких тенденций может быть, например, случай установления различного рода региональных ограничений на перемещение товаров, услуг и капитала;
- рыночные риски возникают, как правило, при неправильном прогнозировании и/или недостаточности достоверной информации об ожидаемых изменениях различных макроэкономических параметров, непосредственно влияющих на реализацию инвестиционного проекта. К числу таких показателей относятся: изменение процентных ставок; колебания курсов валют; изменение структуры спроса и предложения на мировом и внутреннем рынках и т.д. Недооценка рыночных рисков может обернуться для инвестора серьезными потерями. Вместе с тем, следует отметить, что применение методов страхования (хеджирования) от такого рода рисков являются наиболее приемлемым и разработанным способом защиты от них, успешно используемым в экономической практике развитых государств, в отличие от других групп рисков;
- социально-экономические (макроэкономические) и юридические риски возникают в результате нормотворческой деятельности органов власти и управления. Такого рода решения приводят к резкой перемене ситуации на рынках, к изменениям налоговых нормативов или процентных ставок по банковским кредитам, дополнительной денежной эмиссии, новым правилам ведения внешнеэкономической деятельности, изменению правил валютного обращения, повышению тарифов на грузовые перевозки, возникновению новых конкурентов и т.п. Кроме того, инвесторы могут испытывать трудности из-за резкого падения платежеспособного потребительского спроса, внезапного оттока финансовых ресурсов, неожиданных требований возврата заемных денежных средств и т.д. Совершенно очевидно, что в связи с вышеизложенным, возникает риск изменения себестоимости продукции как следствие изменений стоимости сырья, энергии, материалов, транспортировки и т.д.;
- экологические риски обусловлены прежде всего взаимодействием действующего производства с окружающей средой;
- научно-технические риски возникают в результате влияния инноваций, которые могут представлять угрозу экономической безопасности инвестиционных проектов. Вследствие выхода на

рынок нового товара или услуги, обязанных своим появлением инновационным процессам, у создаваемого предприятия могут возникнуть проблемы со сбытом продукции, работ и услуг, возможное ожесточение в области ценовой конкуренции, очевидность риска морального устаревания оборудования (например, на момент ввода объекта в эксплуатацию).

*Внутренние* риски возникают в ходе реализации инвестиционных проектов непосредственно в сферах: воспроизводственной деятельности, управления и производственной деятельности.

**Кредитный риск** - вероятные потери, связанные с отказом или неспособностью контрагента полностью или частично выполнить свои кредитные обязательства.

**Рыночный риск** - возможные потери, возникающие в результате изменения конъюнктуры рынка. Они связаны с колебаниями цен на товарных рынках и обменных курсов валют, курсов на фондовых рынках и т.д.

**Риск ликвидности** - вероятность получения убытка из-за нехватки денежных средств в требуемые сроки и, как следствие, неспособность компании выполнить свои обязательства.

**Валютный риск** - опасность валютных потерь в результате изменения курса валюты цены к валюте платежа в период между подписанием контракта и проведением по нему платежа. Экспортер или кредитор несет убытки при понижении курса валюты цены по отношению к валюте платежа, получая меньшую реальную стоимость по сравнению с оговоренной в контракте. И, наоборот, для импортера (или должника по займам) валютный риск возникает при повышении курса валюты цены (займа) к валюте платежа. Колебания валютных курсов приводят к обогащению одних компаний и к убыткам других - их контрагентов.

**Риск упущенной финансовой выгоды** - это риск наступления косвенного (побочного) финансового ущерба (неполученная прибыль) в результате неосуществления какого-либо мероприятия (например, страхования) или остановки хозяйственной деятельности.

**Процентный риск** - опасность финансовых потерь коммерческими банками, кредитными учреждениями, инвестиционными фондами, селенговыми компаниями в результате превышения процентных ставок, выплачиваемых ими по привлеченным средствам, над ставками по предоставленным кредитам.

**Инфляционный риск** - риск инфляционного обесценения выручки в период с даты поставки до даты платежа покупателя.

**Риск неплатежеспособности (банкротства)** - вероятность того, что банк обанкротится и что капитал банка сможет покрыть убытки от деятельности (вероятность неадекватности капитала банковским рискам).

**Риск финансовых злоупотреблений** - вероятность убытков вследствие мошенничества, растраты, кражи, нарушения закона или других незаконных действий.

**Инвестиционный риск** - риск неопределенности возврата вложенных средств и получения дохода.

**Операционный риск** - потенциальные потери компании, вызванные ошибками либо непрофессиональными (противоправными) действиями персонала, а также сбоями в работе оборудования. В полиграфии операционные риски достаточно распространены, что связано со сложным производственным процессом, а также с постоянным совершенствованием используемых технологий. Применительно к банковской деятельности анализ операционных рисков регулируется рекомендациями Базельского комитета по надзору за банковской деятельностью, где операционный риск характеризуется как «риск прямых или косвенных потерь из-за неэффективных или разрушенных внутренних процессов, действий людей и систем». Возможны также классификация финансовых рисков с точки зрения «портфельного» и композитного подхода (табл. 6.1).

Таблица 6.1

**Различия в классификация рисков компании «портфельного»  
и композитного подходов**

«Портфельный» подход  
Два класса рисков  
по компании

Композитный подход  
«чистый» кумулятивный метод  
и его модификации)  
Множество классов рисков  
по факторам

1	2
систематический риск, действующий на все активы рынка, его формируют общеэкономические и монетарные факторы	операционные (коммерческие) факторы: колебания спроса, цен и т.д.
специфический риск, характерный только для данной компании, его формируют операционные, финансовые факторы, факторы управления	финансовые факторы: неплатежеспособность, нависание долга
	управленческие факторы и т.п.
диверсификация позволяет снизить влияние специфических рисков	экспертное введение премий, компенсирующих факторы риска

## Управление финансовыми рисками

Одним из ключевых решений является выбор стратегии управления финансовыми рисками, включающей определение оптимального баланса прибыли, инвестиций и уровня рисков.

Существует несколько основных подходов к разработке стратегии управления финансовыми рисками:

*управления финансовыми рисками.*



## Управление финансовыми рисками



	Диагностика функции управления финансовыми рисками	Разработка модели количественной оценки риска	Разработка стратегии управления риском	Разработка операционной модели управления риском
 <b>Цель работ</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Оценка текущего состояния функции управления финансовыми рисками</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Количественная оценка уровня финансовых рисков и степени их потенциального влияния на результаты компании</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Определение корпоративной стратегии по управлению финансовыми рисками</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Внедрение утвержденной корпоративной стратегии по управлению финансовыми рисками</li> </ul>
 <b>Описание работ</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Анализ действующих документов, регламентирующих управление финансовыми рисками</li> <li>Анализ уровня автоматизации существующих бизнес-процессов</li> <li>Проведение интервью с ответственными сотрудниками</li> <li>Качественная оценка финансовых рисков компании</li> <li>Сравнительный анализ с ведущими мировыми и российскими практиками</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Анализ бухгалтерской и управленческой отчетности компании для выявления подверженности риску</li> <li>Идентификация владельцев риска и выявление риск-факторов</li> <li>Разработка модели расчета открытой позиции и модели прогнозных денежных потоков</li> <li>Разработка модели количественной оценки риска на основе методов статистического анализа</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Оценка и определение основных целей и задач компании в области управления финансовыми рисками</li> <li>Разработка подходов к определению риск-аппетита компании</li> <li>Разработка методов управления финансовыми рисками и использования инструментов хеджирования</li> <li>Разработка рекомендаций по оптимизации бизнес-процессов и инфраструктуры</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Разработка методологии, в том числе Политики управления, методики оценки финансовых рисков и форм управленческой отчетности</li> <li>Разработка структуры функциональной ответственности и системы контролей в рамках управления финансовыми рисками</li> <li>Дизайн бизнес-процессов</li> <li>Разработка бизнес-требований к ИТ-системам компании</li> </ul>
 <b>Результат</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Отчет по выявленным областям для развития в рамках функции управления финансовыми рисками</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Презентация с итогами оценки влияния рисков на финансовые результаты и денежные потоки компании</li> <li>Модель количественной оценки</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Презентация стратегии компании в области управления финансовыми рисками, утвержденная руководством компании</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Исчерпывающий комплект методологических материалов</li> <li>Успешное внедрение операционной модели управления финансовыми рисками</li> </ul>

Управление финансовыми рисками (риск-менеджмент) – процесс идентификации, анализа и оценки рисков, разработки способов минимизации их негативных последствий.

Риск-менеджмент как система управления состоит из объекта и субъекта управления.

Объектом управления являются: риск, рискованные вложения капитала и экономические отношения между хозяйствующими субъектами в процессе реализации риска (отношения между: страхователем и страховщиком; предпринимателями – партнерами, конкурентами; заемщиком и кредитором и т.п.).

Субъектом управления являются специалисты (предприниматели, финансовые менеджеры, риск-менеджеры, страховщики и др.), которые осуществляя целенаправленное воздействие на объект управления, обеспечивают минимизацию рисков.

Процесс управления рисками начинается с анализа, цель которого состоит в получении необходимой информации о структуре, свойствах объекта и имеющихся рисках. Анализ рисков подразделяется на два взаимно дополняющих друг друга вида:

· **Качественный** – определение факторов риска и обстоятельств, приводящих к рискованным ситуациям.

Качественный анализ предполагает:

§ идентификацию (установление) всех возможных рисков;

§ выявление источников и причин риска;

§ выявление практических выгод и возможных негативных последствий, которые могут наступить при реализации содержащего риск решения.

В процессе качественного анализа важное значение имеет как полное выявление и идентификация всех возможных рисков, так и выявление возможных потерь ресурсов, которые сопровождают наступление рискованных событий.

· **Количественный** – предполагает численную оценку рисков, которая проводится с использованием методов линейного программирования, математической статистики и теории вероятностей, что позволяет предвидеть возникновение неблагоприятной ситуации и по возможности снизить ее негативное влияние. Количественная оценка вероятности наступления отдельных рисков и то, во что они могут обойтись, позволяет выделить наиболее вероятные по возникновению и весомые по величине потерь риски.

Поскольку каждый вид риска, как правило, допускает несколько вариантов его уменьшения, то возникает задача оценки сравнительной эффективности этих вариантов.

После выбора метода минимизации риска, следует принять решение о степени достаточности выбранных мер.

Процесс непосредственного воздействия на риск осуществляется различными способами. Применение конкретного способа обусловлено его эффективностью в конкретной ситуации.

### **Методы снижения степени риска**

Финансовые риски разрешаются с помощью различных средств и способов. Средствами разрешения финансовых рисков являются их избежание, удержание, передача, снижение степени.

При выборе конкретного средства разрешения финансового риска инвестор должен исходить из следующих принципов:

- а) метод управления риском должен соответствовать виду риска;
- б) риск не должен превышать собственный капитал;
- в) при инвестировании необходимо проанализировать последствия риска;
- г) риск должен быть оправдан (нельзя рисковать многим ради малого).

Рассмотрим **методы** снижения степени риска.

**Диверсификация** - процесс распределения инвестируемых средств между различными объектами вложения, непосредственно не связанными между собой и имеющими различную степень риска.

**Лимитирование** - установление лимита, т.е. предельных сумм расходов, продажи, кредита:

- банками, при выдаче ссуды,
- предприятиями, при продаже товаров в кредит,
- инвестором, при определении сумм вложений капитала.

**Хеджирование** - система заключения срочных контрактов и сделок, учитывающая вероятные в будущем изменения обменных валютных курсов и преследующая цель избежать неблагоприятных последствий этих изменений. В отечественной финансовой литературе термин «хеджирование» стал применяться в более широком смысле как страхование рисков от неблагоприятных изменений цен на любые товарно-материальные ценности по контрактам и коммерческим операциям, предусматривающим поставки (продажи) товаров в будущих периодах. Контракт, служащий для страховки от рисков изменения курсов (цен), носит название «хедж»; предприятие, осуществляющее хеджирование называется «хеджер». Хеджер стремится снизить риск, вызванный неопределенностью цен на рынке, с помощью покупки или продажи срочных контрактов. Это дает возможность зафиксировать цену и сделать доходы и расходы более предсказуемыми. Риск, связанный с хеджированием, берут на себя спекулянты. Существуют две операции хеджирования: хеджирование на повышение и хеджирование на понижение.

**Хеджирование на повышение**, или хеджирование покупкой, представляет собой биржевую операцию по покупке форвардных контрактов или опционов. Хедж на повышение применяется в тех случаях, когда необходимо застраховаться от возможного повышения курса (цен) в будущем. Он позволяет установить покупную цену намного раньше, чем будет приобретен реальный товар. **Хеджирование на понижение**, или хеджирование продажей, - это биржевая операция с продажей срочного контракта.

Хеджер предполагает в будущем осуществить продажу товара, и поэтому, продавая на бирже срочный контракт, страхует себя от возможного снижения цен в будущем.

Рассмотрим следующие возможные стратегии хеджирования (страхования).

**Отказ от хеджирования.** В этом случае субъект рынка принимает на себя риск и неявно становится спекулянтом, рассчитывая на благоприятную динамику валютного курса. Преимущество заключается в отсутствии предварительных затрат и неограниченной потенциальной прибыли, а недостатком отказа являются риск и потенциальные потери, определяемые курсовой изменчивостью.

**Хеджирование с помощью форвардов.** Форвардный контракт дает возможность заранее зафиксировать курс обмена определенной суммы валюты на согласованную будущую дату. Преимуществом являются отсутствие предварительных затрат и защита от неблагоприятного изменения текущего курса (т.е. курса спот), а недостатком - потенциальные потери, связанные с риском упущенной выгоды, и риском неисполнения связанного контракта.

**Хеджирование с помощью опционов.** Преимуществом являются полная защита от неблагоприятной динамики курса, неограниченная потенциальная прибыль от благоприятной динамики курса и отсутствия неизбежного риска (если контракт не состоялся, можно продать опцион или отказаться от него). Недостаток всего один - затраты, связанные с уплатой опционной премии. Без хеджирования незастрахованная позиция полностью выигрывает при благоприятном изменении курса и проигрывает в ином случае. Хеджирование с помощью форварда обеспечивает меньшие затраты, нежели опцион, при повышении курса спот, но исключает возможность сэкономить при обратном движении курса.

Существуют **внутренние механизмы нейтрализации финансовых рисков.**

**Распределение риска** реализуется в процессе подготовки плана проекта и контрактных документов.

Следует помнить, что чем большую степень риска участники проекта собираются возложить на инвесторов, тем труднее будет их (инвесторов) найти. Поэтому в процессе переговоров с инвестором нужно проявлять максимальную гибкость относительно доли его риска.

Для количественного распределения риска в проектах можно использовать модель, основывающуюся на так называемом «дереве решений». Эта работа выполняется при создании финансового плана проекта и подготовке контрактных документов.

**Страхование риска** - система экономических отношений, включающая образование специального фонда средств и его использование для преодоления и возмещения разного рода потерь, ущерба, вызванных неблагоприятными событиями, путем выплат страхового возмещения. **Виды страхования предприятий:** имущественное (транспорта, основных и оборотных фондов, грузов и т.д.); страхование ответственности (покрытие убытков, связанных с причинением ущерба).

В договор страхования могут вноситься различные оговорки и условия, которые носят название **кlausула** (от лат. *clausula* - заключение). Одной из них является франшиза. **Франшиза** (от франц. *franchise* - льгота, вольность) - освобождение страховщика от возмещения убытков, не превышающих определенного размера. Размер франшизы означает часть убытка, не подлежащую возмещению со стороны страховщика. Франшиза может быть установлена в процентах к страховой сумме или величине ущерба.

**Резервирование средств на покрытие непредвиденных расходов** представляет собой способ борьбы с риском, предусматривающий установление соотношения между потенциальными рисками, влияющими на стоимость проекта, и размером расходов, необходимых для преодоления сбоев в выполнении проекта.

Первой и наиболее сложной проблемой является оценка потенциальных последствий рисков - т.е. сумм на покрытие непредвиденных расходов. Для ее решения можно использовать все вышеперечисленные методы анализа рисков.

Следующий шаг состоит в определении структуры резерва на покрытие непредвиденных расходов. При этом различают два подхода

Подходы для определения структуры резерва на покрытие непредвиденных расходов



Отметим, что второй подход более точен, однако требует значительного объема исходных данных и реально может быть использован только для небольших проектов.

Затем определяют, для каких целей следует использовать установленный резерв. Такими целями могут быть:

- выделение ассигнований для вновь выявленной работы по проекту;
- увеличение ассигнований на работу, для выполнения которой было выделено

недостаточно средств;

- формирование варианта бюджета с учетом работ, для которых необходимые ассигнования еще не выделены;

- компенсация непредвиденных изменений трудозатрат, накладных расходов и т.п., возникающих в ходе работы над проектом.

После выполнения работы, для которой выделен резерв на покрытие непредвиденных расходов, нужно сравнить плановое и фактическое распределение непредвиденных расходов. Неиспользованная часть может быть возвращена в резерв проекта.

Важно заметить, что часть резерва всегда должна находиться в руках менеджера проекта (остальной частью распоряжаются в соответствии с контрактом другие участники проекта). Важен **учет рисков в плане финансирования**.

**Приобретение дополнительной информации о выборе и результатах** помогает снизить риск.

Вложение капитала в информацию становится одной из сфер предпринимательства. **Эккаунтинг** - сфера бизнеса, связанная со сбором, обработкой, классификацией, анализом различных видов финансовой информации.

**Модель оперативного управления финансовыми рисками на основании отчета о движении денежных средств косвенным методом**



Элементы отчета о движении денежных средств	Виды рисков	Предоставляемая информация	Подразделение, предоставляющее информацию	Методы управления рисками	Мероприятия по управлению рисками
<b>ОПЕРАЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ</b>					
<i>EBITDA (доход до уплаты налога на прибыль, процентов и амортизации)</i>	Риск рентабельности Деловой риск Рыночный риск	Отпускные цены предприятий-конкурентов Уровень спроса и предложения в других регионах или странах Ценовая политика предприятия	Финансовый отдел Отдел продаж Бухгалтерия	Распределение Компенсация	Рассмотрение возможности ведения совместной деятельности Аналитическая работа по выбору целевых рынков Формирование рыночной цены с учётом инфляции Диверсификация деятельности Стратегическое планирование Прогнозирование экономической обстановки Привлечение внешних ресурсов
<i>Налоги бизнеса</i>	Отраслевой риск Налоговый риск	Ставки налогов и сборов Использование налоговых льгот Основные направления налоговой политики Правительства РФ	Бухгалтерия	Компенсация	Создание налогового профиля Налоговая оптимизация Создание резервного фонда Мониторинг социально-экономической и нормативно-правовой среды
<i>Расходы по финансовой деятельности бизнеса</i>	Регуляторный риск Коммерческий риск Маркетинговый риск	Длительность производственного цикла Данные расчета себестоимости Затраты на комплектование, упаковку, хранение готовой продукции Темпы изменения объема оплат поставщикам по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и в сравнении с изменением темпов продаж	Финансовый отдел Бухгалтерия	Компенсация Локализация	Активный целенаправленный маркетинг Создание резервного фонда Снижение переменных затрат Увеличение объема высокорентабельных видов продукции Разработка внутренних нормативов
<i>Реинвестирование прибыли в оборотный капитал бизнеса: Изменение товарного запаса (+ отток / – приток)</i>	Товарный риск	Данные по запасам готовой продукции Отчет о запасах основных видов сырья описание потребительских и технико-технологических свойств основных ассортиментных групп или изделий	Отдел продаж Отдел закупок	Уклонение Распределение	Товарная диверсификация формирование системы страховых запасов материальных и финансовых ресурсов по отдельным элементам оборотных активов предприятия Отказ от чрезмерного использования оборотных активов в низколиквидных формах Распределение ответственности между участниками производства

<i>Изменение дебиторской задолженности (+ отток / – приток)</i>	Риск дебиторской задолженности Юридический риск	Динамика уровня просроченной дебиторской задолженности Оборачиваемость дебиторской задолженности Платёжеспособность контрагента Количество контрагентов, использующих товарный кредит Объём товарного кредита в денежном выражении по каждому контрагенту	Финансовый отдел Отдел продаж Юридический отдел Бухгалтерия	Передача Уклонение	Диверсификация Лимитирование Договорное ограничение Система скидок Передача рисков путем заключения договора Передача риска путем заключения договора поручительства факторинга Оценка платежеспособности контрагента Использование модели финансового риск-контроллинга Отказ от услуг ненадежных партнеров
<i>Изменение кредиторской задолженности (+ приток / – отток)</i>	Риск неплатежеспособности	Динамика уровня просроченной кредиторской задолженности Оборачиваемость кредиторской задолженности Аудит цен на сырье и материалы, купленные у поставщиков План закупок сырья	Отдел закупок Финансовый отдел Бухгалтерия Юридический отдел	Передача Уклонение	Хеджирование рисков с помощью фьючерсов и опционов Долгосрочные контракты с фиксированными ценами Использование привлечённых средств Введение штрафных санкций в условиях договора поставки Отказ от услуг ненадежных партнеров Отказ от использования в больших объемах заемного капитала Передача рисков путем страхования Передача рисков поставщикам сырья и материалов
<i>Изменение прочих оборотных активов (+ отток / – приток)</i> <i>Изменение прочих обязательств (+ приток / – отток)</i>	Риск упущенной финансовой выгоды	Анализ прочих доходов и расходов Данные по затратам на комплектование, упаковку, хранение готовой продукции Анализ финансовых потерь от простоев оборудования (непроизводительные затраты сырья, материалов, топлива, начисление заработной платы и связанные с расходы в результате незапланированных остановок отдельных станков, цехов или всего производства)	Бухгалтерия Финансовый отдел	Уклонение Локализация	Отказ от осуществления финансовых операций Создание специальных структурных подразделений для выполнения рискованных проектов

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ					
<i>Изменение основных средств (+ отток / – приток)</i>	Производственный риск	Ритмичность производства продукции	Отдел материально-технического снабжения Отдел управления качеством	Передача	Страхование рисков
<i>Изменение незавершенного строительства (+ отток / – приток)</i>	Инвестиционный риск	Ставки дисконтирования Потребность в товаре	Финансовый отдел	Передача Локализация Распределение	Выведение части бизнес-процессов на аутсорсинг Диверсификация инвестиций
<i>Изменение нематериальных активов (+ отток / – приток)</i>	Инновационный риск	Данные о нововведениях, расчеты, применение научно-технических новшеств Анализ патентного законодательства Анализ инновационных проектов приоритетов экономической и рыночной стратегии предприятия	Бухгалтерия Производственный отдел	Передача Распределение	Передача рисков участникам реализации инвестиционного проекта Распределение ответственности между участниками производства
<i>Изменение прочих внеоборотных активов (+ отток / – приток)</i>	Производственный риск	Расчет соответствия существующих мощностей оборудования новой технологии производства		Компенсация	Реструктуризация непрофильных активов
ФИНАНСОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ					
<i>Изменение финансовых вложений (+ отток / – приток)</i>	Инфляционный риск	Динамика инфляции за последние несколько лет (по месяцам) Прогноз уровня инфляции, установленный Правительством РФ за последние несколько лет	Бухгалтерия Финансовый отдел	Компенсация	Формирование рыночной цены с учётом инфляции Создание резервного фонда Страхование
<i>Изменение кредитов и займов (+ приток / – отток)</i>	Процентный риск	Уровень ставки рефинансирования Уровень процентных ставок коммерческих банков РФ Основные макроэкономические показатели, влияющие на изменение ставки рефинансирования Период нахождения денежных средств на банковском депозите Динамика курса национальной валюты по отношению к валюте ведущих мировых держав	Финансовый отдел	Локализация Распределение	Лимитирование Диверсификация депозитного, кредитного и валютного портфеля
<i>Изменение капитала (+ приток / – отток)</i>	Риск снижения финансовой устойчивости		Финансовый отдел	Распределение Локализация Компенсация Уклонение	Создание резервного фонда Отказ от использования денежных активов в краткосрочных финансовых вложениях

Предложенный алгоритм оперативного управления финансовыми рисками позволит создать основу для выработки практических рекомендаций в области управления активами, издержками, реализацией, финансовыми результатами и риском. \* По данным исследования, проведенного специалистами Ассоциации менеджеров и журнала «Финансовый директор»

# ТЕКУЩИЙ КОНТРОЛЬ ЗНАНИЙ СТУДЕНТОВ

## **Семинар 1: Корпоративные финансы: предмет и содержание. Корпорация и финансовый рынок.** (2 часа. Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов)

### ПЛАН:

1. Предмет корпоративных финансов.
2. Цели управления корпоративными финансами.
3. Задачи управления корпоративными финансами.
4. Базовые концепции финансового менеджмента.
5. Роль корпорации на финансовом рынке
6. Факторы, определяющие курсовую стоимость корпоративных ценных бумаг на финансовом рынке
7. Финансовый рынок как объект государственного регулирования

#### *Вопросы для обсуждения в аудитории*

1. Дать определение предмету корпоративных финансов.
2. Рассмотреть цели управления корпоративными финансами.
3. Определить задачи управления корпоративными финансами.
4. Охарактеризовать базовые концепции финансового менеджмента.
5. Определить роль корпорации на финансовом рынке
6. Выявить факторы, определяющие курсовую стоимость корпоративных ценных бумаг на финансовом рынке
7. Рассмотреть финансовый рынок как объект государственного регулирования

### ЛИТЕРАТУРА:

1. Финансовый менеджмент: учебник/Под ред. Е.И. Шохина. – М.: КНОРУС, 2010.
2. Тютюкина Е.Б. Финансы организаций (предприятий): учебник. – М.: «Дашков и К», 2011.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 2009.
4. Корпоративные финансы: Учебное пособие. // Бочаров В.В., Леонтьев В. Е. — СПб.: ПИТЕР, 2008. — 272 с.

## **Семинар 2. Корпоративное финансовое планирование содержание финансовой работы и контроля в корпорации. Корпоративная отчетность и финансовая информация** (2 часа. Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов)

### ПЛАН:

1. Разновидности и особенности финансовой информации.
2. Модели и стандарты раскрытия финансовой информации.
3. Экспресс-диагностика финансовой отчетности.
4. Понятие финансовой политики, стратегии и тактики.
5. Содержание и задачи финансового планирования
6. Принципы финансового планирования. Методы финансового планирования
7. Практика финансового планирования в России и за рубежом
8. Виды и содержание финансовых планов
9. Цель и задачи бюджетирования
10. Классификация и содержание оперативных бюджетов

#### *Вопросы для обсуждения в аудитории*

1. Определить разновидности и особенности финансовой информации, рассмотреть стандарты ее раскрытия.
2. Дать представление о понятие финансовой политики, ее стратегии и тактики.
3. Рассмотреть виды и типы финансовой политики корпорации и дать им характеристику.
4. Выделить этапы формирования финансовой политики, их содержание.

## ЛИТЕРАТУРА:

1. Финансовый менеджмент: учебник/Под ред. Е.И. Шохина. – М.: КНОРУС, 2010.
2. Тютюкина Е.Б. Финансы организаций (предприятий): учебник. – М.: «Дашков и К», 2011.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 2009.
4. Корпоративные финансы: Учебное пособие. // Бочаров В.В., Леонтьев В. Е. — СПб.: ПИТЕР, 2008. — 272 с.

### **Семинар №3: «Основные модели классического финансового инвестирования».**

*(2 часа. Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов Семинар в диалоговом режиме)*

#### ПЛАН:

1. Discounted Cash Flow
2. Теория структуры капитала
3. Влияние политики выплаты дивидендов на курсы акций корпораций
4. Теория портфеля и оценка доходности финансовых активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM)
5. Теория ценообразования опционов Ф. Блека и М. Шоулза
6. Теория эффективного рынка (Efficient Markets Hypothesis, EMH)
7. Арбитражная модель требуемой доходности (Arbitrage Pricing Theory, APT)

#### *Вопросы для обсуждения в аудитории*

1. Охарактеризовать основные модели классического финансового инвестирования. Discounted Cash Flow. Теория структуры капитала Влияние политики выплаты дивидендов на курсы акций корпораций. Теория портфеля и оценка доходности финансовых активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Теория ценообразования опционов Ф. Блека и М. Шоулза. Теория эффективного рынка (Efficient Markets Hypothesis, EMH). Арбитражная модель требуемой доходности (Arbitrage Pricing Theory, APT)
2. Провести анализ моделей и выявить плюсы и минусы

## ЛИТЕРАТУРА:

1. Финансовый менеджмент: учебник/Под ред. Е.И. Шохина. – М.: КНОРУС, 2010.
2. Тютюкина Е.Б. Финансы организаций (предприятий): учебник. – М.: «Дашков и К», 2011.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 2009.
4. Корпоративные финансы: Учебное пособие. // Бочаров В.В., Леонтьев В. Е. — СПб.: ПИТЕР, 2008. — 272 с.

### **Семинар №4: «Оценка реальных инвестиций. Формирование и использование капитала компании»**

*(2 часа. Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов)*

#### ПЛАН:

1. Методы оценки инвестиционных проектов.
2. Анализ инвестиционных проектов в условиях инфляции и риска.
3. Понятие финансовых ресурсов и капитала.
4. Методы и критерии финансирования компании.
5. Концепции управления структурой капитала.
6. Средневзвешенная цена капитала WACC

#### *Вопросы для обсуждения в аудитории*

1. Охарактеризовать методы оценки инвестиционных проектов.
2. Провести анализ инвестиционных проектов в условиях инфляции и риска.
3. Дать понятие финансовых ресурсов и капитала. Методы и критерии финансирования компании.
4. Определить концепцию управления структурой капитала. Средневзвешенная цена капитала WACC

## ЛИТЕРАТУРА:

1. Финансовый менеджмент: учебник/Под ред. Е.И. Шохина. – М.: КНОРУС, 2010.
2. Тютюкина Е.Б. Финансы организаций (предприятий): учебник. – М.: «Дашков и К», 2011.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 2009.
4. Корпоративные финансы: Учебное пособие. // Бочаров В.В., Леонтьев В. Е. — СПб.: ПИТЕР, 2008. — 272 с.

**Семинар №5: «Собственный капитал: порядок формирования, определение стоимости и управление. Заемный капитал: порядок формирования, определение стоимости и управление.».**  
(2 часа. Диспут)

## ПЛАН:

1. Понятие собственного капитала и виды.
2. Определение стоимости собственного капитала по видам
3. Оценка доходности и риска собственного акционерного капитала.
4. Понятие и виды ЗК.
5. Оценка стоимости привлечения заемного капитала
6. Эффект финансового рычага
7. Эффект финансового рычага и инфляция

*Вопросы для обсуждения в аудитории*

1. Дать понятие собственного капитала и охарактеризовать его виды.
2. Определить методы определения стоимости собственного капитала по видам
3. Провести оценку доходности и риска собственного акционерного капитала.
4. Дать понятие и охарактеризовать виды ЗК.
5. Определить методы определения оценки стоимости привлечения заемного капитала
6. Определить значение эффекта финансового рычага. Эффект финансового рычага и инфляция

## ЛИТЕРАТУРА:

1. Финансовый менеджмент: учебник/Под ред. Е.И. Шохина. – М.: КНОРУС, 2010.
2. Тютюкина Е.Б. Финансы организаций (предприятий): учебник. – М.: «Дашков и К», 2011.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 2009.
4. Корпоративные финансы: Учебное пособие. // Бочаров В.В., Леонтьев В. Е. — СПб.: ПИТЕР, 2008. — 272 с.

**Семинар №6: «Анализ и управление активами организации. Управление запасами ».**  
(2 часа. Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов)

## ПЛАН:

1. Сущность и классификация активов организации
2. Управление активами. Коэффициенты ликвидности активов.
3. Модель Дюпона, экономический смысл и расчет. Двухфакторная. Трехфакторная. Пятифакторная.
4. Модель Альтмана, экономический смысл и расчет.
5. Методика оценки активов на основе методологических разработок Сбербанка РФ
6. Оптимальный размер заказа
7. Точка заказа
8. Создание резервного запаса

*Вопросы для обсуждения в аудитории*

9. Определить сущность и классифицировать активы организации
10. Определить способы управления активами. Коэффициенты ликвидности активов.
11. Рассмотреть Модель Дюпона, экономический смысл и расчет. Двухфакторная. Трехфакторная. Пятифакторная.

12. Рассмотреть Модель Альтмана, экономический смысл и расчет.
13. Рассмотреть методику оценки активов на основе методологических разработок Сбербанка РФ
14. Определить методы управления запасами. Оптимальный размер заказа. Точка заказа. Создание резервного запаса

#### ЛИТЕРАТУРА:

1. Финансовый менеджмент: учебник/Под ред. Е.И. Шохина. – М.: КНОРУС, 2010.
2. Тютюкина Е.Б. Финансы организаций (предприятий): учебник. – М.: «Дашков и К», 2011.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 2009.
4. Корпоративные финансы: Учебное пособие. // Бочаров В.В., Леонтьев В. Е. — СПб.: ПИТЕР, 2008. — 272 с.

#### **Семинар №7: «Управление дебиторской задолженностью. ».**

*(2 часа. диспут)*

#### ПЛАН:

1. Определение, причины возникновения, классификация.
2. Анализ дебиторской задолженности организации в предшествующем периоде
3. Формирование принципов кредитной политики по отношению к покупателям продукции
4. Формирование системы кредитных условий при дебиторской задолженности
5. Формирование стандартов оценки покупателей и дифференциация условий предоставления кредита
6. Формирование процедуры инкассации дебиторской задолженности
7. Построение эффективных систем контроля за движением и своевременной инкассацией дебиторской задолженности

*Вопросы для обсуждения в аудитории*

1. Дать определение и классифицировать дебиторскую задолженность
2. Провести анализ дебиторской задолженности организации в предшествующем периоде

#### ЛИТЕРАТУРА:

1. Финансовый менеджмент: учебник/Под ред. Е.И. Шохина. – М.: КНОРУС, 2010.
2. Тютюкина Е.Б. Финансы организаций (предприятий): учебник. – М.: «Дашков и К», 2011.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 2009.
4. Корпоративные финансы: Учебное пособие. // Бочаров В.В., Леонтьев В. Е. — СПб.: ПИТЕР, 2008. — 272 с.

#### **Семинар №8: «Управление денежными потоками. Прогнозирование и планирование денежных потоков**

*(2 часа. Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов)*

#### ПЛАН:

1. Экономическая природа денежных потоков
2. Методы измерения денежных потоков
3. Анализ денежных потоков
4. Основные положения модели Баумоля.
5. Основные положения модели Миллера-Орра.
6. Прогнозирование совокупного денежного оборота
7. Балансировка и синхронизация денежных потоков
8. Разработка плана поступлений и расходования денежных средств.
9. Разработка платежного календаря.

*Вопросы для обсуждения в аудитории*

1. Рассмотреть экономическую природу денежных потоков
2. Определить методы измерения денежных потоков. Формы анализа денежных потоков

3. Рассмотреть основные положения модели Баумоля и модели Миллера-Орра.
4. Прогнозирование совокупного денежного оборота. Балансировка и синхронизация денежных потоков
5. Разработка плана поступлений и расходования денежных средств. Разработка платежного календаря.

#### ЛИТЕРАТУРА:

1. Финансовый менеджмент: учебник/Под ред. Е.И. Шохина. – М.: КНОРУС, 2010.
2. Тютюкина Е.Б. Финансы организаций (предприятий): учебник. – М.: «Дашков и К», 2011.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 2009.
4. Корпоративные финансы: Учебное пособие. // Бочаров В.В., Леонтьев В. Е. — СПб.: ПИТЕР, 2008. — 272 с.

#### **Семинар №9: «Механизм образования затрат и ценовая политика. Управление финансовыми рисками».**

*(2 часа. Моделирование кластеров и блока проблемных вопросов)*

#### ПЛАН:

1. Понятие затрат, общие положения по управлению затратами, основные термины
2. Состав текущих затрат, сформированный в зависимости от производственно-хозяйственных целей организации
3. Управление затратами на основе системы «директ-костинг». Точка безубыточности. Операционный рычаг. Эффект совместного рычага
4. Управление ценами и политика ценообразования
5. Методы ценообразования
6. Экономическая сущность и классификация финансовых рисков
7. Управление финансовыми рисками
8. Методы снижения степени риска

*Вопросы для обсуждения в аудитории*

1. Дать понятие затратам, рассмотреть общие положения по управлению затратами, основные термины
2. Рассмотреть состав текущих затрат, сформированный в зависимости от производственно-хозяйственных целей организации
3. Управление затратами на основе системы «директ-костинг». Точка безубыточности. Операционный рычаг. Эффект совместного рычага
4. Управление ценами и политика ценообразования. Методы ценообразования
5. Определить экономическую сущность и классификация финансовых рисков
6. Управление финансовыми рисками. Методы снижения степени риска

#### ЛИТЕРАТУРА:

1. Финансовый менеджмент: учебник/Под ред. Е.И. Шохина. – М.: КНОРУС, 2010.
2. Тютюкина Е.Б. Финансы организаций (предприятий): учебник. – М.: «Дашков и К», 2011.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 2009.
4. Корпоративные финансы: Учебное пособие. // Бочаров В.В., Леонтьев В. Е. — СПб.: ПИТЕР, 2008. — 272 с.



# ПРОМЕЖУТОЧНЫЙ И ИТОГОВЫЙ КОНТРОЛЬ ЗНАНИЙ.

## 4.1 Балльная структура оценки

Форма контроля	Мин. кол-во баллов	Макс. кол-во баллов
<i>Текущая оценка</i> студента в течение 1-7 недели состоит из: <ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Выполнения заданий на практических занятиях</i></li><li>• <i>Выполнения домашних заданий</i></li></ul>	0	20 13 7
<i>1-я рубежная письменная контрольная работа</i>	0	30
<i>Текущая оценка</i> студента в течение 9-15 недели состоит из: <ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Выполнения заданий на практических занятиях</i></li><li>• <i>Выполнения домашних заданий</i></li></ul>	0	20 13 7
<i>2-я рубежная письменная контрольная работа</i>	0	30
<i>Итого</i>	0	100

## 4.2 Вопросы к экзамену по дисциплине «Корпоративные финансы»

1. Предмет корпоративных финансов, цели и задачи управления корпоративными финансами.
2. Принципы организации корпоративных финансов
3. Базовые концепции финансового менеджмента.
4. Роль корпорации на финансовом рынке
5. Факторы, определяющие курсовую стоимость корпоративных ценных бумаг на финансовом рынке
6. Финансовый рынок как объект государственного регулирования
7. Разновидности и особенности финансовой информации.
8. Модели и стандарты раскрытия финансовой информации.
9. Экспресс-диагностика финансовой отчетности.
10. Понятие финансовой политики, стратегии и тактики.
11. Содержание и задачи финансового планирования
12. Принципы финансового планирования

13. Методы финансового планирования
14. Виды и содержание финансовых планов
15. Цель и задачи бюджетирования
16. Классификация и содержание оперативных бюджетов
17. Анализ дисконтированного денежного потока Д. Б. Уильямсома, М. Д. Гордона
18. Теория структуры капитала Ф. Модильяни и М. Миллера
19. Влияние политики выплаты дивидендов на курсы акций корпораций
20. Теория портфеля и оценка доходности финансовых активов (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*)
21. Теория ценообразования опционов Ф. Блека и М. Шоулза
22. Теория эффективного рынка (*Efficient Markets Hypothesis, EMH*)
23. Арбитражная модель требуемой доходности (*Arbitrage Pricing Theory, APT*)
24. Виды и типы финансовой политики корпорации и их характеристика.
25. Этапы формирования финансовой политики, их содержание.
26. Методы оценки инвестиционных проектов.
27. Анализ инвестиционных проектов в условиях инфляции и риска.
28. Понятие финансовых ресурсов и капитала.
29. Методы и критерии финансирования компании. Коэффициент самофинансирования
30. Концепции управления структурой капитала.
31. Средневзвешенная цена капитала WACC.
32. Понятие собственного капитала и виды.
33. Определение стоимости собственного капитала по видам
34. Оценка доходности и риска собственного акционерного капитала
35. Понятие и виды заемного капитала
36. Оценка стоимости привлечения заемного капитала
37. Эффект финансового рычага. Эффект финансового рычага и инфляция
38. Сущность и классификация активов организации
39. Управление активами. Коэффициенты ликвидности активов.
40. Модель Дюпона, экономический смысл и расчет, разновидности модели.
41. Модель Альтмана, экономический смысл и расчет, разновидности модели.
42. Методика оценки активов на основе методологических разработок Сбербанка РФ
43. Модель экономически обоснованного размера заказа (EOQ) или модель Уилсона
44. Управление запасами. Точка заказа (ТЗ) **RP** (Reorder Point). Создание резервного запаса
45. Управление дебиторской задолженностью. Определение, причины возникновения, классификация.
46. Анализ дебиторской задолженности организации в предшествующем периоде
47. Формирование принципов кредитной политики по отношению к покупателям продукции
48. Формирование системы кредитных условий при дебиторской задолженности
49. Формирование стандартов оценки покупателей и дифференциация условий предоставления кредита
50. Формирование процедуры инкассации дебиторской задолженности
51. Построение эффективных систем контроля за движением и своевременной инкассацией дебиторской задолженности
52. Понятие затрат, общие положения по управлению затратами, основные термины
53. Состав текущих затрат, сформированный в зависимости от производственно-хозяйственных целей организации
54. Управление затратами на основе системы «директ-костинг». Точка безубыточности. Операционный рычаг. Эффект совместного рычага
55. Управление ценами и политика ценообразования
56. Рыночные методы ценообразования
57. Затратные методы ценообразования
58. Договорно-контрактные (конкурентные) методы ценообразования
59. Параметрические методы ценообразования

60. Административные методы ценообразования
61. Экономическая сущность и классификация финансовых рисков
62. Управление финансовыми рисками
63. Методы снижения степени риска
64. Экономическая природа денежных потоков
65. Методы измерения денежных потоков
66. Анализ денежных потоков
67. Основные положения модели Баумоля.
68. Основные положения модели Миллера-Орра.
69. Прогнозирование совокупного денежного оборота
70. Балансировка и синхронизация денежных потоков
71. Разработка плана поступлений и расходования денежных средств.
72. Разработка платежного баланса и платежного календаря

#### **4.3 Методические рекомендации по выполнению рубежных тестирований по дисциплине «Корпоративные финансы»**

Курс корпоративных финансов читается в течение семестра по два часа в неделю и проводятся семинарские занятия в объеме два часа в две недели.

В конце семестра по курсу проводится экзамен. В течение семестра проводятся две рубежные контрольные работы в виде компьютерного тестирования.

##### **Примерные тесты для рубежных тестирований**

1. Финансовый рычаг это:
  - а) отношение заемного капитала к собственным средствам;
  - б) отношение собственного капитала к заемным средствам;
  - в) отношение собственного капитала к рентабельности;
  - г) отношение рентабельности к ставке ссудного процента.
2. Выберите правильное утверждение:
  - а) Финансовый рычаг – это механизм управления рентабельностью капитала за счет оптимизации соотношения собственных и заемных средств;
  - б) Финансовый рычаг – это финансовый инструмент;
  - в) Финансовый рычаг – это финансовый коэффициент, показывающий на сколько уменьшится рентабельность капитала при увеличении заемных средств;
  - г) Нет верного ответа.
3. Отрицательный финансовый рычаг возникает в случае:
  - а) Расходы по займам превышают размер прибыли;
  - б) Рентабельность превышает размер процентной ставки по займам;
  - в) Процентная ставка меньше рентабельности;
  - г) Банкротства корпорации.
4. Эффект финансового рычага может быть:
  - а) Только больше 1;
  - б) Только меньше 1;

- в) Положительным или отрицательным;
- г) Принимать значения от 0 до 1.

5. На сколько процентов увеличится рентабельность корпорации при увеличении заемного капитала на 10%?
- а) 20%
  - б) 15%
  - в) 1%
  - г) 10%

### **Образец билетов к экзамену по дисциплине «Корпоративные финансы»**

Северо-Осетинский государственный университет им.К.Л.Хетагурова.  
Факультет международных отношений  
2018-2019 уч.год  
Кафедра международных экономических отношений

Корпоративные финансы

Билет №1

1. Предмет корпоративных финансов, цели и задачи управления корпоративными финансами.
2. Принципы формирования капитала предприятия.

Зав. кафедрой \_\_\_\_\_ Экзаменатор \_\_\_\_\_  
«\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2018г.

Северо-Осетинский государственный университет им.К.Л.Хетагурова.  
Факультет международных отношений  
2018-2019 уч.год  
Кафедра международных экономических отношений

Корпоративные финансы

Билет №2

1. Факторы, определяющие курсовую стоимость корпоративных ценных бумаг на финансовом рынке
2. Анализ денежных потоков

Зав. кафедрой \_\_\_\_\_ Экзаменатор \_\_\_\_\_

«\_\_»\_\_\_\_\_2018г.

