

Б А К А Л А В Р И А Т

Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Под редакцией **Н.И. Берзона** и **Т.В. Тепловой**

Рекомендовано УМО по образованию
в области экономики, менеджмента, логистики и бизнес-информатики
на базе Государственного университета — Высшей школы экономики
в качестве **учебника** для студентов вузов,
обучающихся по направлениям
080100 «Экономика» и 080200 «Менеджмент»

КНОРУС • МОСКВА • 2014

KnorusMedia
электронные версии книг

УДК 658.14/.17(075.8)
ББК 65.290-93я73
Ф59

НИУ Высшая школа экономики №385256

Рецензенты:

А.В. Гукова, проф. кафедры корпоративных финансов и банковской деятельности, директор Центра непрерывного образования ГОУ ВПО «Волгоградский государственный университет», д-р экон. наук,

Е.В. Лисицына, проф. РЭА им. Г.В. Плеханова, директор департамента программы МВА МИРБИС, главный редактор журнала «Финансовый менеджмент», д-р экон. наук, проф.

Авторский коллектив:

профессора Н.И. Берзон, Т.В. Теплова, В.Д. Газман, А.З. Бобылева,
доценты А.Ф. Степина, А.И. Столяров, И.В. Петрикова, Т.И. Григорьева

Финансовый менеджмент : учебник / коллектив авторов ; под ред.
Ф59 Н.И. Берзона и Т.В. Тепловой. — М. : КНОРУС, 2014. — 654 с. —
(Бакалавриат).

ISBN 978-5-406-03750-8

Рассмотрены особенности финансового менеджмента и те нововведения, которые наблюдаются в области управленческих решений и использования инструментов финансового рынка. Приведены современные подходы к объяснению инноваций в принятии финансовых и инвестиционных решений частнохозяйствующими субъектами рынка. Показаны новые методы, возникшие как на уровне финансовой аналитики, так и на уровне принятия решений и построения целостной системы управления коммерческой компанией.

Соответствует Федеральному государственному образовательному стандарту высшего профессионального образования третьего поколения.

Для студентов бакалавриата и преподавателей вузов.

УДК 658.14/.17(075.8)
ББК 65.290-93я73

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Сертификат соответствия № РОСС RU. АЕ51. Н 16509 от 18.06.2013.

Изд. № 7482. Подписано в печать 29.01.2014. Формат 60×90/16.

Гарнитура «NewtonС». Печать офсетная.

Усл. печ. л. 41,0. Уч.-изд. л. 30,8. Тираж 100 экз.

ООО «КноРус».

117218, г. Москва, ул. Кедрова, д. 14, корп. 2.

Тел.: 8-495-741-46-28.

Е-mail: office@knorus.ru <http://www.knorus.ru>

Отпечатано в ООО «Центр геологических информационных технологий».

115201, г. Москва, ул. Котляковская, д. 1, стр. 3.

ISBN 978-5-406-03750-8

© Коллектив авторов, 2014
© ООО «КноРус», 2014

Оглавление

НИУ Высшая школа экономики №385256

Используемые сокращения	9
Часть I. Основные понятия, цели и задачи финансового менеджмента	
Глава 1. Финансовый менеджмент как предмет изучения	15
1.1. Частнохозяйственные финансы и корпоративный финансовый менеджмент.....	15
1.2. Денежные отношения, движение финансовых ресурсов и управленческие решения в компании.....	19
1.3. Область изучения финансового менеджмента и базовые предпосылки об участниках процесса принятия решений	21
Контрольные вопросы.....	26
Глава 2. Рыночная среда, поведение субъектов рынка и финансовая модель анализа компании	27
2.1. Рациональные инвесторы, совершенный рынок капитала и влияние несовершенств рынка на управленческие решения	27
2.2. Информационная эффективность рынка капитала	33
2.3. Современная рыночная среда и финансовый менеджмент в компаниях	34
2.4. Информационная система компании и учетная информация для финансовой аналитики	39
2.5. Финансовая модель компании как основа для принятия управленческих решений.....	42
2.6. От финансового анализа к принятию решений: сбалансированная система показателей в менеджменте.....	49
Контрольные вопросы.....	53
Глава 3. Инновация в менеджменте — управление стоимостью компании.....	54
3.1. Концепция управления стоимостью компании.....	54
3.2. Основные блоки управленческих решений, поддерживающие систему управления стоимостью	61
Контрольные вопросы.....	64
Часть II. Основные концепции, формирующие принципы финансового менеджмента в компании	
Глава 4. Концепция жизненного цикла и финансовые кризисы организации	65
4.1. Этапы развития компании	65
4.2. Признаки «здоровой» компании	67
4.3. Финансовые кризисы и роль финансовой службы	69
Контрольные вопросы.....	81
Глава 5. Концепция справедливой рыночной стоимости и современная финансовая аналитика	82
5.1. Балансовая стоимость компании как затратная оценка и справедливая рыночная стоимость как инвестиционная оценка	82

5.2. Признаваемая рыночная оценка компании и собственного капитала	85
5.3. Абсолютные аналитические показатели современного финансового анализа	89
5.4. Относительные аналитические показатели стоимостной модели анализа	111
Контрольные вопросы	121
Глава 6. Концепция агентских конфликтов	123
6.1. Концепция агентских конфликтов и агентских затрат	123
6.2. Факторы, влияющие на величину агентских затрат и механизмы их снижения	125
6.3. Сигнальная теория в финансовом менеджменте	129
Контрольные вопросы	130
Глава 7. Концепция временной стоимости денег	131
7.1. Понятие «временная стоимость денег»	131
7.2. Будущая стоимость	134
7.3. Текущая стоимость	139
7.4. Бессрочная рента и аннуитет	143
7.4.1. Бессрочная рента	143
7.4.2. Аннуитет	144
7.4.3. Поэтапное погашение ссуды	146
7.5. Чистая приведенная стоимость	148
Контрольные вопросы	152
Глава 8. Концепция риска и доходности	154
8.1. Классификация рисков	155
8.2. Оценка риска инвестиционных проектов	158
8.3. Оценка рисков инвестирования на финансовых рынках	162
8.4. Диверсификация инвестиций и риски инвестирования	168
8.5. Влияние временного горизонта на риск инвестирования	174
Контрольные вопросы	177
Глава 9. Концепция требуемой отдачи по капиталу компании	178
9.1. Области применения требуемой отдачи по капиталу компании (от требований инвесторов к ставке отсеечения по решениям компании)	178
9.2. Субъективные оценки ставки отсеечения	184
9.3. Аналитические (модельные) построения ставки отсеечения и управленческие решения, позволяющие снизить барьерную ставку	186
9.4. Гибридные конструкции формирования ставки отсеечения	193
Контрольные вопросы	196

Часть III. Анализ финансовой отчетности компании

Глава 10. Методология анализа финансовой отчетности.....	197
10.1. Анализ отчетности как база принятия управленческих решений	197
10.2. Анализ отчетности и финансовый анализ	198
10.3. Стандартные приемы (методы) ведения анализа финансовой отчетности	207
Контрольные вопросы	214
Глава 11. Диагностирование ликвидности, рентабельности и деловой активности по данным стандартной финансовой отчетности.....	215
11.1. Состав, основные элементы и аналитическая ценность форм финансовой отчетности.....	215
11.2. Анализ и оценка имущественного потенциала компании	218
11.3. Оценка ликвидности баланса	226
11.4. Анализ и оценка финансовой устойчивости компании	244
Контрольные вопросы	255
Глава 12. Анализ движения денежных средств	256
12.1. Виды денежных средств	256
12.2. Задачи анализа денежных средств	258
12.3. Информационная база для оценки движения денежных средств.....	259
12.4. Методы формирования отчета о движении денежных средств.....	262
12.5. Оценка платежеспособности компании	266
Контрольные вопросы	275

Часть IV. Управление основным капиталом и источниками его финансирования

Глава 13. Анализ и оценка инвестиционных решений компании	277
13.1. Ресурсная концепция менеджмента и выгоды инвестирования	277
13.2. Управление инвестиционной деятельностью компании: от выделения инвестиционных проектов к сбалансированной инвестиционной программе	282
13.3. Бизнес-аналитика инвестиционных предложений	287
13.4. Финансовые методы оценки инвестиционных решений: первое приближение	291
13.5. Эффекты финансовых решений и критерий <i>NPV</i>	313
13.6. Критерий внутренней нормы доходности	317

13.7. Учет управленческой гибкости в анализе и оценке инвестиционных решений	322
13.8. Проекция риска при ранжировании проектов: углубление инвестиционной аналитики	326
Контрольные вопросы	330
Глава 14. Среднесрочное и долгосрочное долговое финансирование	332
14.1. Банковский кредит	332
14.2. Облигационные займы	335
14.3. Виды облигаций	340
14.4. Ценообразование облигаций	359
14.5. Доходность облигаций	362
Контрольные вопросы	369
Глава 15. Финансирование инвестиций за счет эмиссии акций	370
15.1. Понятие и фундаментальные свойства акций	370
15.2. Обыкновенные акции	374
15.3. Привилегированные акции	378
15.4. Оценка акций	382
15.5. Приобретение и выкуп акций	397
Контрольные вопросы	402
Глава 16. Финансовый лизинг	403
16.1. Сущность лизинга	403
16.2. Виды и формы лизинга	408
16.3. Мотивация применения финансового лизинга	413
16.4. Расчет лизинговых платежей	415
16.5. Сравнение лизинга и кредита	419
Контрольные вопросы	426

Часть V. Управление оборотным капиталом

Глава 17. Управление товарно-материальными запасами	427
17.1. Оборотный капитал в системе управления компанией	427
17.2. Товарно-материальные запасы	430
17.3. Модели и методы управления запасами	432
Контрольные вопросы	451
Глава 18. Управление дебиторской задолженностью	452
18.1. Методы расчета дебиторской задолженности	452
18.2. Установление размера скидок для стимулирования быстрой оплаты	455
18.3. Организация взыскания долгов	460
18.4. Факторинг как часть управления дебиторской задолженностью	461
18.5. Роль векселей в системе управления дебиторской задолженностью	464
Контрольные вопросы	466

Часть VI. Финансовая стратегия и стоимость компании

Глава 19. Моделирование справедливой рыночной стоимости компании	467
19.1. Общая конструкция формирования выгод для построения рычагов управления	467
19.2. Ключевые факторы, определяющие значения денежных выгод по годам	477
Контрольные вопросы	480
Глава 20. Методы обоснования стоимости элементов капитала	482
20.1. Требуемая доходность по заемному капиталу компании	482
20.2. Развитие конструкции <i>SAPM</i> с учетом традиционно фиксируемых несовершенств рынков капитала	497
20.3. От глобальной <i>SAPM</i> к гибридным конструкциям	507
Контрольные вопросы	522
Глава 21. Методы обоснования структуры капитала	523
21.1. Понятие «структура капитала». Источники финансирования	523
21.2. Финансовые решения и выгоды акционеров: учетный подход	527
21.3. Финансовые решения и стоимость компании: подход с учетом инвестиционного риска	531
21.4. Модели и алгоритмы обоснования оптимальной структуры капитала для компании	540
Контрольные вопросы	547
Глава 22. Дивидендная политика компании	549
22.1. Понятие «дивидендная политика»	549
22.2. Основные факторы, влияющие на дивидендную политику компании	550
22.3. Споры о дивидендной политике («дивидендный пазл»)	556
22.4. Альтернативные денежным формы взаимоотношений с акционерами	562
Контрольные вопросы	565

Часть VII. Налоговые аспекты деятельности компаний

Глава 23. Налоговые условия функционирования компании	567
23.1. Налогоплательщики и их регистрация	567
23.2. Налоговая система Российской Федерации	570
23.3. Права и обязанности налогоплательщиков и налоговых органов	577
Контрольные вопросы	582
Глава 24. Налоговое планирование в компании	583
24.1. Понятие, цели, задачи и направления налогового планирования	584

24.2. Организация процесса налогового планирования	585
24.3. Налоговое поле компании и основные элементы налогообложения	587
Контрольные вопросы	599

Часть VIII. Специальные области финансового менеджмента

Глава 25. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса	601
25.1. Определения слияний и поглощений	601
25.2. Мотивы и цели слияний и поглощений	606
Контрольные вопросы	608
Глава 26. Финансовые механизмы выстраивания отношений с ключевыми стейкхолдерами	609
26.1. Задачи и функции подразделений компании, отвечающих за связи с ключевыми стейкхолдерами	609
26.2. Рекомендации по выстраиванию взаимоотношений с рынком капитала	615
26.3. Корпоративное управление как система механизмов поиска консенсуса интересов стейкхолдеров	624
26.4. Финансовые механизмы работы служб взаимоотношений с персоналом (HR-подразделений)	632
Контрольные вопросы	647
Литература	648

Используемые сокращения №385256

AAR, average accounting return — средняя учетная (бухгалтерская) доходность

AC, agency costs — издержки агентских конфликтов

AERP, adjusted equity risk premium — установленная премия за риск вложения в акции

АН-CAPM, adjusted hybrid CAPM — скорректированная гибридная модель *CAPM*

AL-CAPM, adjusted local CAPM — скорректированная локальная модель *CAPM*

APT, arbitrage pricing theory — теория арбитражного ценообразования

APR, annual percentage rate — годовая процентная ставка

APV, adjusted present value — скорректированная приведенная (текущая) стоимость

BSC, balanced scorecard — сбалансированная система показателей (ССП)

BV, book value — балансовая стоимость (активов)

BVE, book value of equity — стоимость чистых активов

CAPM, capital asset pricing model — модель оценки капитальных активов

CC, cost of capital — стоимость капитала компании

CCF, capital cash flow — капитальный денежный поток

CE, capital employed — вложенный (размещенный, задействованный) капитал

CEO, chief executive officer — высшее должностное лицо компании (генеральный директор, председатель правления, руководитель)

CFO, chief financial officer — финансовый директор компании

CF, cash flow — денежный поток или поток наличных денег

CFROI, cash flow return on investment — денежный поток на инвестированный капитал

COD, cost of debt — стоимость долгового капитала

COE, cost of equity — стоимость собственного капитала

COV, current operation value — стоимость, создаваемая текущими операциями

CR, coupon rate — требуемая доходность

CROCI, cash return on capital invested — экономическая доходность инвестированного капитала

CRP, country risk premium — премия за страновой риск

CV, variation coefficient — коэффициент вариации

CY, current yield — текущая или процентная доходность

D, debt — заемный капитал

DCF, discounted cash flow — метод дисконтированных денежных потоков

DDM, dividend discount model — модель дисконтирования дивидендов

DPBP, discounted pay-back period — дисконтированный срок окупаемости проекта

DPS, dividend per share — дивиденд на акцию

E, earnings — прибыль

E, equity — капитал (в части VI)

EBIT, earnings before interests and taxes — скорректированная операционная прибыль (прибыль до вычета из нее налогов и процентов по заемным средствам)

EBITDA, earnings before interests tax, depreciation and amortization — скорректированная прибыль до вычета процентов, налога на прибыль и амортизации

EBMTM, expectation based management — управление на базе ожиданий

EOQ, economic ordering quantity — экономически обоснованный заказ

ER, equity ratio — финансовая независимость (автономия, концентрация собственного капитала)

EPS, earning per share — коэффициент дохода на одну акцию

ERP, equity risk premium — премия за риск акционерного капитала (за риск вложения в акции)

ESOP, employee stock ownership plans — план создания акционерной собственности

EV, enterprise value — капитализация компании или рыночная оценка компании

EVA, economic value added — экономическая добавленная стоимость

FA, fixed assets — оборачиваемость основных средств

FC, fixed cost — условно постоянные затраты

FCF, free cash flow — свободный денежный поток

FCFE, free cash flow of equity — денежный поток на собственный капитал

FCFF, free cash flow of firm — денежный поток на всех владельцев капитала

FL, financial leverage — финансовый рычаг

FV, future value — будущая стоимость

GCAPM, global CAPM — глобальная версия модели *CAPM*

GCI, gross cash investment — валовый инвестиционный поток

GR, government relations — связи с органами власти

GRI, Global reporting initiative — глобальная инициатива устойчивого развития

HR, human resources — работа с персоналом (человеческие ресурсы)

- ICR, interest coverage ratio* — коэффициент покрытия процентов
- IPO, initial public offering* — публичное размещение акций
- IR, investor relation* — связи с инвесторами, общение с крупными акционерами публичных компаний
- IRR, internal rate of return* — внутренняя норма доходности
- KPI, key performance indicators* — ключевые показатели эффективности
- LBO, leveraged buy-out* — покупка компаний на заемные средства
- LCAPM, local CAPM* — локальная *CAPM*
- LTD, long term debt* — долгосрочные обязательства
- LTI, long term investment* — долгосрочные финансовые вложения
- M&A, mergers and acquisitions* — слияния и поглощения
- MAR, market adjusted return* — полная (общая) доходность владения акциями компании, скорректированная на доходность всего рынка
- MBO, management by objectives* — концепция управления по целям
- MC, marker capitalization* — рыночная капитализация
- MIRR, modified internal rate of return* — модифицированная внутренняя норма доходности
- MIS, management information system* — управленческая информационная система
- MRP, market risk premium* — рыночная премия за риск
- MRP, material requirement planning* — планирование потребности в материалах
- MV, market value* — рыночная стоимость
- NAL, net advantage to leasing* — чистый эффект лизинга
- NCF, net cash flow* — поток операционных (чистых) денежных средств
- NPV, net present value* — чистая текущая стоимость (чистый приведенный эффект, чистый дисконтированный доход)
- NWC, net working capital* — чистый оборотный капитал
- OCF, operating cash flow* — операционный денежный поток
- OCFAT, operating cash flow after taxes* — операционный скорректированный поток денежных средств
- OE, owners equity* — собственный капитал
- OFCFE, operating free cash flow to equity* — операционный свободный денежный поток на собственный капитал
- OIBDA, operating income before depreciation and amortization; OIBTDA, operating income before income taxes, depreciation and amortization* — операционная прибыль до вычета износа и амортизации
- OL, operating leverage* — операционный рычаг
- P, price* — цена

PBP, payback period — срок окупаемости, или период возврата инвестиций

PI, profitability index — индекс рентабельности

PM, profit margin — маржа чистой прибыли (рентабельность продаж)

POR, payout ratio — коэффициент дивидендных выплат

PR, public relations — связи с общественностью

PV, present value — текущая (приведенная) стоимость

RIM, residual income model — модель остаточной прибыли

ROA, return on assets — коэффициент рентабельности активов (отдача или доходность активов)

ROC, return on capital — коэффициент отдачи (дохода) на капитал

ROCE, return on capital employed — коэффициент рентабельности на вложенный капитал

ROE, return on equity — коэффициент рентабельности собственного капитала (отдача на собственный капитал)

ROV, real options valuation — модель реальных опционов

RR, reinvestment rate — коэффициент реинвестиций

SHV, shareholder value — интересы акционеров

SIC, standard industry classification — стандартная классификация отраслей экономики

SPO, secondary public offering — вторичное публичное размещение акций

STV, stakeholder value — стоимость стейкхолдеров

TBR, total business return — общая доходность бизнеса

TC, total capitalization — общая капитализация

TCC, total carrying cost — общая сумма затрат на хранение

TCF, terminal cash flow — «остаточный» (завершающий) денежный поток

TIC, total inventory costs — совокупные затраты на хранение и организацию заказов

TOC, total ordering cost — общая стоимость организации заказов

TOR, turnover rate — норма оборачиваемости

TR, total revenue — объем реализации

TSR, total shareholders return — общая доходность акционера

TV, terminal value — продленная стоимость

VBI, value based investment — инвестиции, ориентированные на стоимость

VBM, value based management — управление стоимостью компании

VC, variable costs — условно постоянные затраты

VFGO, value of future growth opportunities — стоимость возможностей роста

VIR, value invested ratio — коэффициент стоимостного инвестирования

VTS, value of tax shield — приведенное значение налогового щита

WACC, weighted average cost of capital — средневзвешенная стоимость капитала

WWF, World wide fund for nature — Всемирный фонд дикой природы

YTM, yield to maturity — доходность к погашению

ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ, ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Глава 1

Финансовый менеджмент как предмет изучения

1.1. Частнохозяйственные финансы и корпоративный финансовый менеджмент

Система финансов объединяет денежные отношения и процессы движения финансовых ресурсов, образования и использования доходов в экономике. Финансовая система — более широкое понятие, включающее кроме системы финансов еще и правовые нормы, закрепляющие денежные отношения, а также принципы организации процесса движения финансовых ресурсов.

Финансовые ресурсы — емкий термин, акцентирующий внимание на реально складывающихся на рынке и проявляющихся в вещественных формах (знаки, записи и т.п.) денежных отношениях. **Финансовые ресурсы** в широком понимании — вся совокупность денежных средств в экономике, которые используются для выполнения любых денежных операций участниками рынка (органами государственной власти, местного самоуправления, субъектами хозяйствования). По характеру формирования все финансовые ресурсы относятся к рассматриваемому субъекту рынка либо как собственные, либо как привлеченные (внешние безвозмездные, бесплатные, не образованные через деятельность субъекта на рынке) или заемные (иначе называемые долговы-

ми). Финансовое обеспечение участников рынка осуществляется в одной из трех форм или их сочетанием:

- самофинансирование — осуществление деятельности за счет собственнo генерируемых финансовых ресурсов;
- бюджетное финансирование, которое происходит на безвозмездной и безвозвратной основе;
- кредитование, которое производится на возвратной, срочной и платной основе.

Движение финансовых ресурсов имеет двусторонний характер: доходы и расходы, привлечение и возврат.

В системе финансов выделяют относительно обособленные по правовой форме группы финансовых отношений, которые поддерживаются соответствующими им финансовыми ресурсами. Целесообразно выделить две большие группы или сферы (отрасли) финансов [7]:

- государственные и муниципальные финансы (в ряде случаев фигурирует термин «публичные») и соответствующие им централизованные финансовые ресурсы (налоги и сборы, штрафы и пени, межбюджетные трансферты, международные и внутренние кредиты);
- частнохозяйственные финансы как финансы организаций и домашних хозяйств, созданных в порядке частной инициативы. Этой группе соответствуют частнохозяйственные (децентрализованные) финансовые ресурсы (уставный (складной) капитал, выручка, внереализационные доходы и т.п.).

Такое понимание финансовых отношений и формирующихся финансовых ресурсов позволяет сформулировать еще одно более общее определение для системы финансов: она представляет собой основанную на денежных отношениях и денежной системе упорядоченную совокупность публичных и частнохозяйственных финансов и звеньев с формированием специфических финансовых ресурсов.

Субъекты из каждой выделенной группы финансовых отношений осуществляют финансовую деятельность на определенных принципах и нормах, с использованием определенных финансовых механизмов. **Финансовый механизм** — совокупность форм, методов и рычагов воздействия на объекты финансовых отношений для достижения субъектами поставленных целей. На уровне фирмы финансовый механизм включает внутреннюю систему регулирования, методы финансового управления, финансовые инструменты, показатели, нормативы, информационную базу и т.п.

Финансовая деятельность организаций и домашних хозяйств характеризуется несколькими чертами, среди которых значимыми являются:

- извлечение денежных доходов;
- осуществление текущих операционных расходов;
- привлечение внешних источников финансовых ресурсов;
- инвестирование и расчеты с владельцами финансовых ресурсов.

Соответственно в структуре финансовых ресурсов в этой группе преобладают денежные доходы, которые образуются в результате производственной, хозяйственной, трудовой (индивидуально-трудовой) деятельности. Они формируют:

- выручку от реализации продукции (работ, услуг);
- предпринимательский доход;
- дивиденды;
- проценты;
- средства от продажи имущества;
- поступления из бюджетов и внебюджетных фондов.

В группу отношений, возникающих в частном бизнесе, традиционно включают следующие звенья системы финансов:

- финансы коммерческих и некоммерческих организаций;
- финансы домашних хозяйств;
- личные финансы;
- финансы профессиональных участников финансового рынка (например, страховых, кредитных организаций, инвестиционных и брокерских компаний).

Промежуточное положение занимают государственные (унитарные) предприятия, организация финансов в них хоть и похожа на финансы частнохозяйствующих субъектов рынка (они также работают на принципах коммерческого расчета, выполняют налоговые и иные обязательства), однако их целевые установки отличны от целей организаций, созданных в порядке частной инициативы, и они не могут потерять имущество (переданное им в бессрочное пользование) в отличие от частнохозяйствующих субъектов, которые принимают на себя все риски хозяйствования и отвечают всем вложенным капиталом.

Частнохозяйственные финансы — совокупность денежных отношений, возникающих в процессе движения финансовых ресурсов в частноправовой форме (в сфере частного бизнеса). Движение финансовых ресурсов позволяет рассматриваемым субъектам рынка получать доходы в сфере производства, обмена и потребления товаров (работ и услуг), распределять финансовые результаты. Финансы коммерческих организаций — наиболее крупное и важное звено в системе частнохозяйственных финансов. Его важность объясняется созданием новых финансовых ресурсов именно в коммерческих

организациях, так как именно здесь формируются первичные доходы в экономике (создается валовой внутренний продукт (ВВП) страны). Несмотря на разнообразие организаций, формирующих это звено финансовой системы, есть важное объединяющее их свойство: их финансовая деятельность организуется на принципах коммерческого расчета, что означает финансовую самостоятельность и ответственность, самокупаемость и самофинансирование, полное принятие рыночных и иных рисков. Из американской литературы пришло специфическое название для этого звена частнохозяйственных финансов — «корпоративные финансы», так как значительная доля коммерческих организаций в США представлена акционерными обществами (корпорациями). Отсюда и термины «корпоративный налог» как налог на прибыль коммерческих организаций и «корпоративный финансовый менеджмент».

Различные организационно-правовые формы, используемые коммерческими организациями, приводят к отличиям в формировании денежных отношений и движении финансовых ресурсов. Например, по-разному формируется уставный и добавочный капитал, происходит распределение финансового результата в открытых и закрытых акционерных обществах, в товариществах и обществах с ограниченной ответственностью, в кооперативах. Еще одну группу отличий по составу и структуре финансовых ресурсов порождает отраслевая принадлежность коммерческой организации.

Домашние хозяйства могут функционировать на коммерческой основе как индивидуальные предприниматели без образования юридического лица, или как наемные работники в сфере частного бизнеса, или как незарегистрированные участники товарно-денежных отношений, получающие доход.

Финансовый инструмент — любой договор между двумя контрагентами, в результате которого у одного образуется финансовое обязательство долговое или долевого характера, а у другого — финансовый актив, позволяющий ему рассчитывать на получение денежных выгод. К первичным финансовым инструментам относят дебиторскую и кредиторскую задолженность компании, кредиты и займы, облигации и векселя, долевыми ценными бумагами (акции). К вторичным, или производным, финансовым инструментам (деривативам) относят финансовые опционы, фьючерсы, форвардные контракты, процентные и валютные свопы. В основе любого производного инструмента находится базовый актив (акция, облигация, процентная ставка, валюта и т.п.).

1.2. Денежные отношения, движение финансовых ресурсов и управленческие решения в компании

Функционирование компании на рынке и частнохозяйственные финансы неразрывно связаны. Частнохозяйственные финансы не могут эффективно выполнять свои функции без надлежащего управления финансовыми ресурсами. **Управление финансами** — целенаправленное воздействие управляющих субъектов финансовых отношений на движение финансовых ресурсов при помощи специальных приемов, методов и инструментов с целью выполнения задач и обязанностей.

Любое управленческое решение компании порождает движение финансовых ресурсов и денежные отношения. С одной стороны, выбор конкурентной стратегии на рынке, направлений деятельности, форм взаимоотношений с контрагентами, персоналом и менеджментом определяет финансовую структуру компании и находит выражение в ключевых финансовых показателях и денежных выгодах для разных заинтересованных групп. С другой — решения, касающиеся собственно финансовой сферы деятельности бизнеса, оказывают значимое влияние на выбор направления развития компании, ее устойчивость на рынке и возможности роста. Отсутствие надлежащего контроля над движением денег, непродуманность краткосрочных (тактических) и долгосрочных решений порождает хаос и может привести к ситуации ухода компании с рынка или потери своих позиций нынешними владельцами капитала и менеджерами компании. Поэтому *финансовый менеджмент* как система принципов, правил и техник управления финансовыми ресурсами субъекта рыночных отношений — одна из самых динамично развивающихся областей экономической науки. Финансовый менеджмент сочетает как базовые теоретические положения финансовой экономики (принципы портфельного инвестирования, оценки финансовых и реальных активов) и принципы принятия решений на рынке капитала, так и практические наработки и рекомендации в области управления, финансового инжиниринга, учета, анализа и контроля над денежными потоками (*cash flow, CF*)¹.

¹ Так как в русскоязычной литературе нет устоявшейся терминологии, то в разных работах российских авторов, а также в переводах известных учебников по финансам и финансовому менеджменту (монографиях, учебных пособиях, учебниках) мы можем встретить разные термины, характеризующие один процесс или один показатель. Далее по тексту в скобках будут указываться наиболее часто встречающиеся англоязычные термины.

Многие рекомендации, разработанные в рамках финансового менеджмента компании, полезны и для принятия решений в частной жизни субъектов рынка. Люди часто вынуждены сопоставлять выгоды и недостатки привлечения заемных денег для покупки недвижимости, оплаты обучения, оценивать целесообразность разных вариантов инвестирования заработанных средств, включая рассмотрение тех финансовых инструментов, которые предлагают компании на рынке (акции, облигации и др.).

В управленческих решениях компании принято выделять три класса решений, которые порождают специфические денежные отношения и движения финансовых ресурсов: операционные, инвестиционные и финансовые решения. За этими решениями стоят и специфические денежные показатели: денежные потоки по операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. Операционные решения касаются операций, поддерживающих бизнес-идею и бизнес-модель функционирования компании. Например, это решения по ассортиментной политике, взаимоотношениям с контрагентами (цены и условия оплаты сырья, материалов и т.п.) и персоналом. Инвестиционные решения затрагивают величину и структуру долгосрочных активов компании, окупаемость которых превышает один год. Это решения по покупке или продаже таких активов, как здания, оборудование, транспортные средства и т.п.

Под финансовыми решениями понимаются решения по привлечению источников финансирования (по сроку, видам, формам погашения и т.п.) и по взаимоотношениям с собственниками компании — владельцами собственного капитала (дивидендная политика). Разработка финансовой стратегии как функциональной стратегии, поддерживающей общую цель развития компании, включает принятие решений по долгосрочному финансированию развития компании и по взаимоотношениям с собственниками (дивидендную политику). Описанные три класса решений не являются независимыми и должны анализироваться с учетом формирования общей стратегии компании. Например, большинство инвестиционных решений неразрывно связаны с финансовыми решениями, так как предполагают привлечение заемного или нового собственного капитала. Поэтому при рассмотрении вариантов инвестирования и при принятии инвестиционной программы компании обязательно встает вопрос об источниках финансирования и достаточности денежных средств в каждый рассматриваемый момент времени. При удачной реализации инвестиционной программы компания получает большой приток денежных средств и появляется сложная проблема распределения их между заинтересованными группами.

1.3. Область изучения финансового менеджмента и базовые предпосылки об участниках процесса принятия решений

Финансовый менеджмент компании объединяет принципы, правила и практические рекомендации в области финансового анализа деятельности и в области принятия инвестиционно-финансовых решений на уровне частного хозяйствующих субъектов рынка. Для академических исследований в области финансового менеджмента важны вопросы применимости положений и рекомендаций, разработанных для хорошо функционирующих рынков капитала (развитых экономик), к несовершенным экономическим системам (переходным экономикам, развивающимся рынкам капитала) и выявление особенностей анализа, целеполагания и принятия решений на этих рынках. Также важно выявление различий в области реализации рекомендаций финансовой теории компаниям различных организационно-правовых форм реализации бизнеса, находящихся на разных стадиях жизненного цикла, использующих сложную финансовую структуру (наличие нескольких центров дохода, затрат и прибыли). Важны рекомендации по финансовому управлению с учетом формируемой в компании бизнес-культуры и стиля управления.

Традиционно проблематика финансового менеджмента ориентирована на монопродуктовые коммерческие фирмы (компании), работающие в рыночной среде. С учетом специфики деятельности (государственного регулирования, учета, а соответственно, анализа и управления) ряда отраслей принято выделять финансовый менеджмент в финансовых и нефинансовых организациях. Большая часть литературы в области финансового менеджмента посвящена вопросам анализа и принятия решений в нефинансовых организациях (производственные, торговые, строительные компании). На примере нефинансовых коммерческих компаний, работающих в рыночной среде, показаны особенности реализации базовых принципов и положений финансовой экономики в преломлении управленческих теорий и концепций. Отдельно принято рассматривать проблематику финансового менеджмента в «сложно построенных» компаниях, например холдингах или транснациональных компаниях, где большую роль играют вопросы формирования и функционирования внутреннего рынка капитала (включая трансфертное ценообразование), учет валютных рисков. В академической и учебной литературе можно найти также

интересные наработки и в области финансового менеджмента некоммерческих организаций¹.

Положения и выводы финансового менеджмента строятся на определенном видении внешнего окружения компании (и рынка в целом, и конкурентов данного предприятия), целей рассматриваемого субъекта хозяйствования и применяемых им механизмов. Финансовый менеджмент базируется на ряде взаимосвязанных концепций, сформулированных в теории финансов и менеджмента. **Концепция** — определенный способ понимания и трактовки какого-либо явления, который позволяет сконструировать разумные рамки, определяющие сущность явления и его направления развития. Основные концепции финансового менеджмента изложены в части II.

Базовое положение современной теории организации — понимание того, что цели фирмы являются проекцией интересов основных ее стейкхолдеров [18], включая мотивы и стимулы топ-менеджмента (высшего руководства). *Стейкхолдеры (stakeholders)* фирмы — это заинтересованные группы (рис. 1.1), которые неразрывно связаны с функционированием компании на рынке. Без них компания не может обойтись; они именно благодаря компании реализуют свои жизненные цели и получают денежные и иные выгоды.

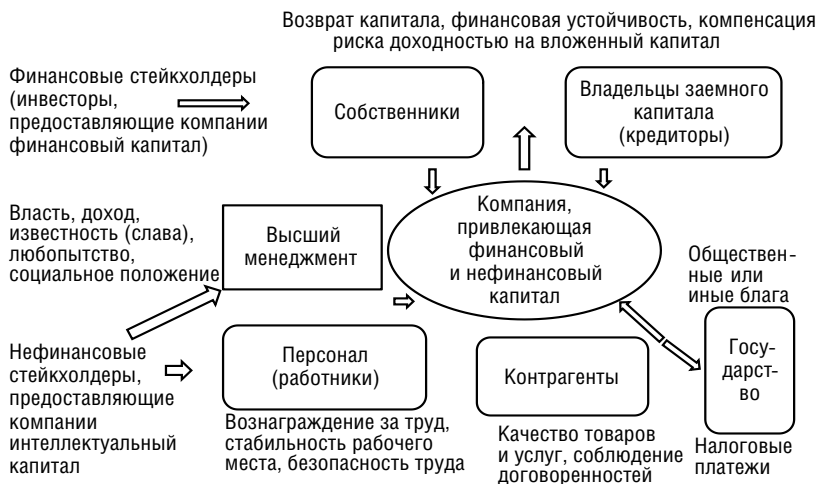


Рис. 1.1. Основные стейкхолдеры коммерческой компании

¹ Например, одна из глав известного учебника «Финансовый менеджмент» Ю. Бригхем и Л. Галенски посвящена проблематике принятия решений в некоммерческой организации, которая не находится в собственности финансовых стейкхолдеров (инвесторов).

Ресурсная концепция менеджмента подразумевает, что каждый стейкхолдер обладает важным для компании ресурсом. В финансовом менеджменте принято выделять:

- финансовые стейкхолдеры (инвесторы компании, которые представлены финансовыми кредиторами и собственниками — владельцами собственного капитала);
- нефинансовые стейкхолдеры (персонал, контрагенты — поставщики и покупатели, государство, топ-менеджмент).

Финансовые стейкхолдеры предоставляют компании финансовый капитал (деньги, которые затем материализуются в те или иные активы (как долгосрочные, так и краткосрочные) — здания, оборудование, транспортные средства, закупаемое сырье и материалы и т.п.). Основная особенность финансовых ресурсов — возможность их прямой конвертации в иные виды ресурсов. Специфическая роль в группе финансовых стейкхолдеров отводится членам совета директоров публичных компаний с распыленной структурой собственности, которая связана с тем, что совет директоров (наблюдательный совет) фактически обладает собственным набором мотивов и стимулов в принятии решений, которые не совпадают с интересами и рисками миноритарных акционеров, а также мажоритариев-аутсайдеров. Отличаются эти интересы и от интересов топ-менеджмента компании.

В традиционной (так называемой старой) экономике основная область вложения финансовых ресурсов — материальные активы (оборудование и т.п.) и такие формы нематериальных активов, как лицензии на разработку природных ресурсов, различные права и патенты. Именно эти активы позволяли компаниям в XX в. достигать конкурентных преимуществ. К концу XX в. ситуация несколько изменилась. В компаниях сферы услуг, особенно высокоинтеллектуальных, на первое место по значимости выходят нефинансовые ресурсы, связанные с отношениями, технологиями управления. Однако следует иметь в виду, что создание, привлечение и удержание таких ресурсов зачастую требует больших вложений денежных средств, поэтому в финансовом менеджменте появляются новые области анализа, связанные с сопоставлением затрат на создание таких ресурсов и получаемых выгод.

Из-за высокой гибкости финансовых ресурсов для компании на всех стадиях ее развития важен именно финансовый капитал и его владельцы — финансовые стейкхолдеры. *Нефинансовые стейкхолдеры* — держатели иных ресурсов, например, такого важного на развивающихся рынках ресурса, как административный. Другие примеры ресурсов нефинансовых стейкхолдеров — ресурсы отношений с теми или иными субъектами рынка, включая знание рынка, вкусов потре-

бителей, связи с контрагентами (поставщиками и крупными покупателями-заказчиками), лицензии и права. Еще один вид нефинансовых ресурсов компании — технологические ресурсы производства (способности соединять отдельные элементы материального мира, например, производственные активы). Особенно важны инновационные технологические ресурсы как способности соединять элементы материального и духовного мира особым, новым, более эффективным способом. И, наконец, еще один вид нефинансовых ресурсов — организационные ресурсы (технологии управления), под которыми понимают способности достигать объединения труда людей.

Объединенные под одной крышей, соединенные вместе в компании разнообразные нефинансовые ресурсы трактуются как интеллектуальный капитал компании. Под интеллектуальным капиталом понимают имеющиеся у компании бренды, торговые марки, управленческие и технологические новации, налаженные связи с поставщиками и потребителями, и даже так называемый административный ресурс. Поставщики интеллектуального капитала — работники и наемный менеджмент как носители специфических (важных для компании) знаний и компетенций, предпринимательских способностей. Как и собственники финансового капитала, носители интеллектуального капитала требуют законодательной защиты своего вклада, подталкивают к легализации новых форм взаимоотношений между основными участниками деятельности компании.

Еще один выделяемый в компании вид капитала — социальный. Под ним в академической литературе понимают сложившиеся социальные связи компании в обществе, которые базируются на доверии и признании заслуг.

Таким образом, компания в финансовом менеджменте рассматривается как организация, соединяющая различные ресурсы (финансовые и интеллектуальные) для достижения своих целей.

Стратегические ресурсы фирмы — все элементы материального и духовного мира, которые являются доступными и мобильными (способными меняться) для фирмы в достижении ее целей, включая поддержание и развитие конкурентной позиции на рынке¹. Значимыми стратегическими ресурсами являются финансовые и интеллектуальные ресурсы, соответственно принято выделять для компании привлечение финансового и интеллектуального капитала. У каждого из этих

¹ Часто в современной академической литературе по стратегическому менеджменту термин «стратегические ресурсы» заменяется терминами «корневые компетенции» (*core competencies*) или «динамические способности» (*dynamic capabilities*).

видов капитала компании есть свои владельцы, имеющие свои наборы интересов.

Понимание значимости для функционирования компании наличия разных групп — носителей ресурсов с разными мотивами поведения, стимулами к передаче ресурсов компании и, как следствие, с разными интересами по отношению к компании и возможностями влияния на принятие решений по поводу ее функционирования (стратегии и тактики) — основа для формирования базовых положений финансового менеджмента. Конфликты между этими заинтересованными группами (часто называемые в академической литературе агентскими конфликтами (*agency conflict*)) зачастую позволяют объяснить специфику принятия решений в тех или иных ситуациях.

Базовое положение финансового менеджмента — цели фирмы могут быть представлены как специфические формы возмещения прямых и альтернативных (*opportunity*) затрат (*costs*) каждой группы стейкхолдеров. Именно для гармонизации разнонаправленных интересов ее стейкхолдеров для каждой фирмы важна разработка стратегии развития. Стратегическое видение фирмы — это не просто долгосрочный план развития (на 5—10 лет). Это в первую очередь согласованное понимание и принятие целей (направлений) роста компании, изменения ее положения на рынке и признание возможности для каждого стейкхолдера удовлетворения их собственных интересов без ущемления интересов других заинтересованных групп. Для анализа проблем фирмы и выработки решений важно понимать интересы доминирующих стейкхолдеров, а также соответствие принимаемых и декларируемых целей этим интересам.

На разных этапах развития компании (при движении по жизненному циклу компании) значимость отдельных ресурсов меняется, соответственно меняется и роль (доминирование) тех или иных групп стейкхолдеров, меняются цели и задачи (реперные точки) в развитии компании. Изменяются и акценты в финансовой аналитике. На разных этапах развития компании возникают специфические финансовые проблемы, связанные с обеспечением кругооборота денег, включая привлечение и инвестирование финансовых ресурсов. Значимость тех или иных финансовых показателей меняется, происходят подвижки в использовании финансовых инструментов. Все эти изменения — предмет изучения финансового менеджмента.

Для построения финансового управления в компании необходимы:

- понимание мотивов и стимулов различных экономических субъектов рынка (стейкхолдеров рассматриваемого бизнеса) в обла-

- сти принятия управленческих решений (включая инвестиционно-финансовые решения);
- умение диагностировать финансовые проблемы компаний с учетом сложившегося внешнего окружения (правовой среды, финансового рынка) и стадии жизненного цикла — как уже фиксируемые, так и потенциальные (недостаток денежных средств для реализации основной деятельности, для инвестиционных проектов, невозможность расплатиться по обязательствам);
 - навыки построения финансовой модели компании (прогнозирование натуральных показателей деятельности компании и перевод их в финансовые (денежные) оценки в терминах выручки, прибыли, денежного потока с возможностью диагностирования влияния изменений факторов внешней среды на значимые для бизнеса финансовые результаты (поддержание ликвидности, доходности, наращивания рыночной стоимости бизнеса);
 - умение проводить анализ эффективности отдельных инвестиционных и финансовых решений (по структуре капитала, дивидендной политике, видам привлечения нового капитала и выстраиваниям схем погашения).

Контрольные вопросы

1. Что понимается под системой финансов и каковы особенности частнохозяйственных финансов (финансов частного бизнеса)?
2. Что понимается под финансовыми ресурсами, финансовыми механизмами и финансовыми инструментами?
3. Что понимается под финансовым активом и какие активы преобладают на финансовом рынке?
4. Какие ресурсы называют стратегическими?
5. Кто такие стейкхолдеры компании? Чем финансовые стейкхолдеры отличаются от нефинансовых?
6. Почему финансовые ресурсы и финансовый капитал важны для современных компаний?
7. Что понимается под социальным капиталом и в каких ситуациях значимость этого капитала велика?

Рыночная среда, поведение субъектов рынка и финансовая модель анализа компании

2.1. Рациональные инвесторы, совершенный рынок капитала и влияние несовершенств рынка на управленческие решения

В финансовой экономике модели, описывающие принятие решений индивидами или фирмами, строятся на определенных предположениях (предпосылках) о рыночной среде и поведении субъектов рынка, а также на наличии целевой функции принятия решений. Базовыми являются положения о рациональности поведения индивидов и о совершенстве товарного рынка и рынка капитала. Неоклассическая экономическая теория исходит из посылки, что цель принятия решений рациональным индивидом — максимизация полезности или благосостояния. При этом часто допускается, что полезность является монотонно возрастающей функцией от дохода или прибыли, и все факторы интереса могут быть выражены в денежной форме. Таким образом, рациональный индивид максимизирует денежную выгоду от принятия решений (инвестиционных, операционных, финансовых). Так как для функционирования компании на рынке первоочередное значение имеют именно финансовые ресурсы как наиболее гибкие (превращающиеся в любые другие ресурсы) и динамичные (легко преодолевающие государственные границы), то особое внимание уделяется качеству функционирования финансового рынка и интересам владельцев финансового капитала.

Аналогично заданию целевой функции инвестора-индивида в неоклассической экономической теории цель фирмы формулируется в терминах максимизации благосостояния владельцев капитала как ее финансовых инвесторов. Однако здесь возникает сложный момент. Следует ли рассматривать максимизацию благосостояния владельцев только собственного капитала (*maximize the wealth of stockholders*) как ее долевых участников, определяющих стратегию развития компании

и получающих остаточный доход, т.е. принимающих на себя инвестиционные риски? Или же следует учитывать благосостояние всех заинтересованных в функционировании компании лиц, имеющих возможность воздействовать на принимаемые решения (стейкхолдеров)? Не будет ли более правильным говорить о максимизации благосостояния фирмы (*wealth of the firm*), объединяющей интересы всех держателей обязательств (*claimholders*) к ней? Можно ли их благосостояние свести к денежным оценкам и фактически говорить о максимизации денежной оценки компании (*firm value*)? Большинство специалистов по финансовому управлению положительно отвечают на этот вопрос, однако количественное выражение выгод всех стейкхолдеров неоднозначно. Поэтому в литературе по финансовой экономике принято формулировать финансовую цель функционирования фирмы в терминах максимизации стоимости финансовых владельцев капитала (инвесторов).

Альтернативная трактовка цели как максимума выгод владельцев только собственного капитала в ряде случаев также может быть принята. Более того, аналитики фондового рынка часто отождествляют понятие рыночной стоимости собственного капитала (акционерной стоимости) и рыночной капитализации (общая оценка обыкновенных акций по биржевым котировкам). Действительно, если рассматривать интересы только владельцев собственного капитала и свести их денежные выгоды к выгодам держателей акций, то в таком утрированном виде цель трансформируется в максимизацию рыночной капитализации и соответственно в максимизацию цены обыкновенной акции. Следует отметить, что традиционно в стоимостном анализе привилегированные акции трактуются как элемент заемного капитала, так как имеют много сходных черт с купонными облигациями¹. Однако рассмотрение цели, максимизирующей выгоды только владельцев собственного капитала, игнорирует позицию кредиторов и других заинтересованных лиц, их потенциальную возможность влиять на принятие решений.

На практике специалисты говорят о нескольких альтернативных моделях формулирования целей финансового управления компанией, которые существенно зависят от качества развития финансового рынка и сложившейся правовой системы. Выделяют следующие модели (некоторые представлены на рис. 2.1):

¹ Для российских компаний эта трактовка привилегированных акций представляется спорной, так как в большинстве компаний выгоды держателей привилегированных акций не фиксированы, а зависят от финансовых результатов деятельности компании (например, прибыли).

- акционерную, которая часто ассоциируется с англо-американской финансовой и правовой системами (модель распространена в США, Канаде, Великобритании и других странах);
- континентальную, или европейскую, где более сбалансированы интересы собственников и владельцев заемного капитала, а также нефинансовых стейкхолдеров (например, работников, интересы которых представляют профсоюзные организации);
- так называемая азиатская модель, где велика значимость внутреннего рынка капитала;
- стейкхолдерская модель с высокой ролью нефинансовых стейкхолдеров.

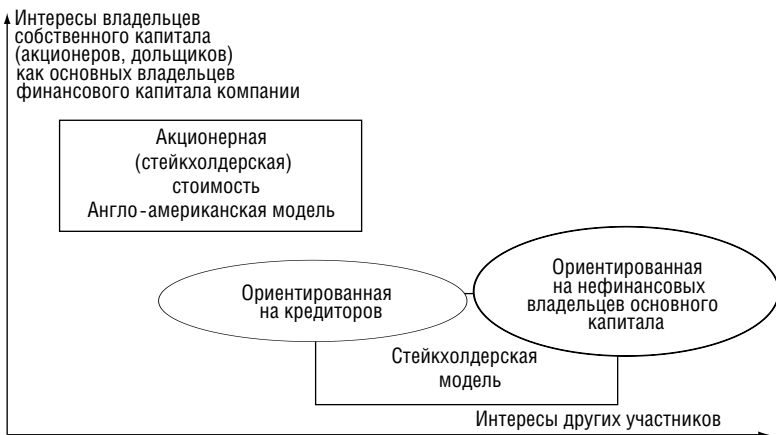


Рис. 2.1. Модели формулирования целей финансового управления компанией

Социокультурные различия также оказывают влияние на формулировку целей и принципы ведения бизнеса. Например, практики выделяют так называемый исламский финансовый менеджмент, который строится на законах шариата и по ряду проявлений отличается от широко описанного в литературе англо-американского финансового менеджмента.

Финансовый рынок — рынок финансовых ресурсов, где объектами купли-продажи выступают денежные средства и другие финансовые инструменты (например, финансовые активы — акции, облигации и т.п.). Главная задача финансового рынка — привлечение временно свободных денежных средств от субъектов экономики, имеющих их избыток, и предоставление их на платной основе тем субъектам экономики, которые испытывают их недостаток. Продажа финансовых

ресурсов на финансовые обязательства может происходить непосредственно от кредитора к заемщику, а может опосредоваться услугами посредника (профессиональными участниками финансового рынка). Платой за финансовые ресурсы выступает процентная ставка, которая может быть выражена в виде процентов по долговым инструментам, купонных ставок, дивидендной доходности и т.п. *Субъектами финансового рынка* являются профессиональные участники рынка (банки, инвестиционные, лизинговые, факторинговые и страховые компании и т.п.) и их контрагенты (инвесторы, заемщики, вкладчики, страхователи и застрахованные и т.п.). По степени развитости рынка в целом и отдельных его элементов различают развитые и развивающиеся (*emerging*) рынки.

Финансовые активы — активы, которые образуются на финансовом рынке в результате прямых или опосредованных взаимоотношений кредиторов (испытывающих избыток денег) и заемщиков (привлекающих деньги). В результате их взаимоотношений у заемщика возникают обязательства по привлеченным деньгам (в той или иной форме), а у кредитора — финансовые активы (акции, облигации, векселя, банковские депозиты, соглашения о предоставлении займа и т.п.)¹. Специфические финансовые активы (обращаемые, типичные, серийные) носят названия ценных бумаг.

Рациональное поведение индивида характеризуется принятием решений в соответствии с теорией ожидаемой полезности. *Рациональный инвестор* прогнозирует будущее неким объективным образом и не меняет своих предпочтений относительно целевой функции максимизации денежных выгод (прибыли). Обычно такой инвестор рассматривается как противник риска (в ряде моделей — нейтральный к риску), т.е. он требует возрастающей компенсации выгод (например, в денежной форме) за больший риск (нелинейная зависимость компенсации риска). Рациональный рынок — это рынок, который характеризуется рациональным поведением участников.

Понятие совершенного рынка объединяет конкурентный рынок и рынок без трений рациональных инвесторов. Выявление факторов, влияющих на принятие финансовых решений (решения по структуре капитала и по дивидендной политике), традиционно строится через снятие предпосылок о совершенстве финансового рынка.

¹ В соответствии с международными стандартами учета и отчетности «финансовый актив — любой актив, который представляет собой: а) денежные средства; б) основанное на договоре право получать денежные средства или иной финансовый актив от другого предприятия; в) основанное на договоре право обменивать финансовые инструменты с другим предприятием при условиях, которые потенциально благоприятны; или г) инструмент долевого участия другого предприятия» (см., например, МСФО 32 и 39).

Конкурентный рынок — это рынок большого числа продавцов и покупателей (на финансовом рынке — продавцов и покупателей финансовых активов), где нет ограничений на доступ к финансовым активам и действия никаких участников рынка (покупка или продажа) не могут повлиять на рыночную цену товара. На конкурентном рынке кривая спроса на товар (например, на цену акции) горизонтальна. На неконкурентном рынке чем больше акций размещает компания, тем ниже цена одной из них (кривая спроса в координатах «цена — спрос» имеет отрицательный наклон). Соответственно, дополнительный выпуск акций можно разместить только со скидкой к рыночной цене.

Рынок без трений включает в себя много предпосылок о возможности обращения финансовых активов. Прежде всего отсутствуют налоги (правильнее сказать, дезорганизующие налоги), нет ограничений на торговлю ценными бумагами без покрытия, нет трансакционных издержек (на покупку информации, поиск контрагента, заключение сделок и т.п.). На совершенном рынке каждому уровню риска соответствует определенная требуемая доходность (в процентах годовых), и она одна и та же для заимствования и инвестирования.

На совершенном рынке нет ситуации рационирования (*rationing*), т.е. нет никаких ограничений на доступ к финансовым инструментам и финансовым ресурсам.

Реальные рынки различаются разной степенью несовершенств, наличием «трений». Предположение о совершенном рынке — скорее приближение к реальности (желаемый ориентир), чем объективное описание. Однако такое предположение конструктивно, так как позволяет ввести целевую функцию критерия финансового успеха и плодотворно использовать ее в выработке рекомендаций. В данном случае работающие рекомендации становятся критерием истины.

Выделяют так называемые главные *рыночные несовершенства* (*major market imperfections*), при наличии которых существенно меняется логика принятия управленческих решений, «малые» несовершенства и специфические [87]. Изменение логики принятия решений связано с изменением под влиянием рыночных несовершенств выгод (их величины и временной схемы получения), ожидаемых основными участниками деятельности компании. К главным рыночным несовершенствам относят:

- налоги (на прибыль (часто в литературе этот налог называется корпоративным налогом));

- на доходы физических лиц, включая доход от операций с ценными бумагами;
- неполноту и асимметрию информации на рынке и отход рынка от предположения рациональности из-за наличия множества агентских конфликтов, что порождает такой важный механизм общения компании и субъектов экономики, как подача сигналов.

К «малым несовершенствам» (*minor market imperfections*) относят трансакционные издержки и затраты на размещение и привлечение капитала (*flotation cost*). К специфическим несовершенствам относят иррациональность поведения инвесторов (отход инвесторов от рационального поведения) и ситуацию подстраивания решений компании под эти «неразумные» с позиции классических финансов в условиях совершенного рынка желания и мотивы субъектов экономики. Такие решения компаний трактуются как потакание (*catering*) интересам инвесторов и рассматриваются как несовершенства рынка, позволяющие объяснить финансовые решения и дивидендную политику.

Предположение о рациональности поведения инвестора игнорирует многие психологические моменты принятия решений, возможные «эффекты толпы», «паники», социокультурные национальные различия в оценке событий и реакции на них. Современные исследования доказывают, что не всегда предположения о рациональности оправданы. С 1990-х годов стали популярны «поведенческие финансы» или «поведенческая экономика», подчеркивающие роль человеческого фактора. Д. Канеман [81], удостоенный в 2002 г. Нобелевской премии по экономике за труды в области поведенческих финансов (*behavioral finance*), отстаивает концепцию (теория перспективы), отрицающую фундаментальный экономический постулат о рациональности поведения участников рынка. Исследования Д. Канемана показали, что не всегда люди руководствуются соображениями собственной выгоды (полезности), что под влиянием различных факторов (причуд или «комплексов», например, боязни показаться чересчур доверчивым или при невозможности осознания проблемы комплексно) субъекты рынка принимают неразумные с экономической точки зрения и невыгодные для них лично решения. Р. Шиллер в своих работах [109] доказывает, что настроения инвесторов могут меняться от оптимизма к пессимизму, и эти подвижки не всегда объясняются фундаментальными факторами. В периоды пессимизма цены ниже их справедливых оценок, а в периоды оптимизма — выше.

Сторонники традиционного подхода к принятию решений отстаивают свою правоту, утверждая, что даже если часть инвесторов на рынке не действует рационально, то рациональные инвесторы своими продуманными действиями нивелируют их влияние на цены активов на длительном временном промежутке. Высокая нестабильность цен активов на рынке при этом объясняется асимметрией информации как ключевого элемента несовершенства рынка.

2.2. Информационная эффективность рынка капитала

Так как инвестор стремится получить большую отдачу на вложенные средства, то его интересует та информация, на основе которой можно переиграть рынок, т.е. получить большую доходность, чем та, которая соответствует заданному уровню риска. Объяснение может быть дано через ценность информации о цене актива. Если информация запаздывает, то отдельные инвесторы могут знать «истинную» цену, а другие — нет. Владение информацией позволит получить большую доходность.

Значимость информации для получения сверхдоходности подчеркивается понятием *эффективного рынка*, введенного Ю. Фамоу в 1961 г. [67]. Под эффективностью понимается информационная эффективность, т.е. способность цен активов отражать имеющуюся на рынке информацию. На эффективном рынке цены активов полностью отражают всю возможную информацию об этих активах. Не существует транзакционных издержек по поиску информации, нет запаздывания информации, отсутствует асимметрия. Так как это представление о финансовом рынке очень далеко от реальности, вводятся более слабые предположения об информационной эффективности: слабая и средняя формы. Слабая форма эффективности предполагает отсутствие зависимости будущего изменения цен на активы от прошлых колебаний цен. Информация на рынок проходит мгновенно, отсутствуют тренды в движении цен, нельзя спрогнозировать цену на основе прошлых данных. Средняя форма эффективности характеризуется мгновенным отражением в цене только публично доступной информации. Владея закрытой информацией, инвестор может переиграть рынок. Период 1970—1990 гг. был активным в исследовании эффективности рынков. В работе 1991 г. Ю. Фама провел обзор теорий и статей, посвященных гипотезе эффективного рынка [68].

2.3. Современная рыночная среда и финансовый менеджмент в компаниях

За последние годы произошли существенные изменения во внешней и внутренней среде функционирования компаний как на глобальном рынке, так и в нашей стране. Следует отметить следующие значимые характеристики рыночной среды (как внешней для компании), которые меняют логику и алгоритмы принятия управленческих решений, включая финансовые:

- нарастающая динамичность и неопределенность внешнего окружения, которые получают дополнительное ускорение с ростом глобализации различных рынков (капитала, товаров, труда);
- наличие выбора или, иначе говоря, альтернативность в использовании как ресурсов на входе, так и продуктов (услуг) на выходе;
- нарастание конкуренции на товарных рынках и рынках труда в связи с ограниченностью ресурсов и эволюция конкурентных преимуществ от материальных ресурсов в области инноваций, интеллектуальных ресурсов (брендов, торговых марок, сетевых отношений и т.п.), что в целом характерно для постиндустриальных экономик;
- рост значимости менеджериальных услуг, связанных с наличием таких значимых для современных компаний специфических нематериальных ресурсов, как организационные и ресурсы отношений. Это приводит к дефициту на рынке качественных управляющих — наемных менеджеров и к росту затрат по их денежному вознаграждению;
- конкурирование на рынке капитала за деньги инвесторов и, как следствие, рост значимости позиции инвестора в компании (владельца финансового капитала);
- рост внутреннего рынка капитала и возникновение конкуренции за капитал внутри компании из-за сохранения выгод диверсифицированного роста (особенно в развивающихся странах со слабо развитыми контрактными отношениями);
- сохранение локальных (сегментированных, не интегрированных в мировой глобальный рынок) рынков капитала с наличием барьеров на движение денег и специфическими страновыми рисками. Еще большая специфика возникает в странах с переходной экономикой, где отсутствует культ частной собственности и предпринимательского риска и сильны культурные традиции социалистического хозяйствования. На этих рынках возника-

ют особенности в реализации принципов финансового менеджмента, а в академических исследованиях отмечается разработка специфических моделей и процедур анализа эффективности принимаемых решений и оценки активов.

Определенные подвижки наблюдаются и на глобальном финансовом рынке (включая рынок капитала), а также в структуре держателей финансовых ресурсов. Как общемировая тенденция отмечается усиление финансового сектора экономики. Финансовые активы всего мира (капитализация локальных фондовых рынков, внешние и внутренние долги государств и компаний, а также банковские депозиты) за 2005 г. выросли со 133 до 140 трлн дол. [23]. Традиционно показателем развитости считается отношение финансовых активов к величине валового внутреннего продукта (ВВП). В США, где финансовые рынки самые зрелые, отношение активов к ВВП достигло в 2005 г. 4,05 (десятилетием раньше — 3), в Европе — 3,03 (1,8). США к 2007 г. продолжают оставаться «финансовым пылесосом мира»: по оценке McKinsey, на эту страну приходится 85% мирового притока капитала. У процесса бурного роста финансового сектора отмечаются два последствия: хорошее и плохое. С одной стороны, рост финансового сектора позволяет быстрее перераспределять деньги «от богатых к умным». Финансовые рынки дают адекватную оценку стоимости активов, поэтому с их развитием ресурсы становятся более мобильными. Причем выигрывают компании «новой экономики». Главный экономист Международного валютного фонда Р. Зингалес в своих работах доказывает, что рост финансового сектора ускоряет развитие высокотехнологичных сфер (электроники и фармацевтики), но почти бесполезен для таких отраслей, как, например, табачная.

Сохраняется разрыв в степени зрелости между развитыми и развивающимися финансовыми рынками. Развитые (*developed*) рынки характеризуются стабильностью (незначительностью колебаний процентных ставок), масштабностью операций на финансовом рынке и развитой рыночной инфраструктурой. К рыночной инфраструктуре традиционно относят правовую защиту прав собственности и правовое обеспечение финансовых операций, систему информационного обеспечения субъектов рынка, ликвидность финансовых инструментов (активов), условия работы и масштаб деятельности финансовых посредников. Развивающимся рынкам (*emerging markets*) присущи:

- высокие политические и другие нерыночные риски;
- низкие объемы операций и длительные сроки их проведения;
- информационная закрытость;

- излишнее вмешательство государства (жесткое регулирование и надзор);
- зависимость от развитых рынков.

Высокая развитость финансового рынка имеет и определенные негативные последствия для принятия управленческих решений на уровне компаний. Все больше топ-менеджеров крупных компаний мира ощущают давление фондового рынка и их ключевых игроков на принятие решений (как кратко-, так и долгосрочных). Опросы и ряд исследований показывают, что менеджеры часто вынуждены ориентировать свою инвестиционную политику на краткосрочный период, поскольку при рыночной оценке компании инвесторы не учитывают будущие выгоды от долгосрочных вложений, т.е. «страдают близорукостью».

Среди ключевых держателей финансовых ресурсов также произошли существенные изменения. Частные инвесторы уступили место профессиональным участникам рынка (различным инвестиционным фондам). Существенную роль в принятии решений в компаниях стали играть фонды прямых инвестиций (*private equity*). Еще десятилетие назад компании, реализовывающие поглощение в качестве стратегического инвестора, имели преимущество перед этими фондами, так как могли обеспечить оплату покупки и собственными акциями, и денежными средствами. Более того, рынок существенно доплачивал за потенциальное улучшение качества управления, что позволяло стратегическому инвестору-покупателю платить премию к расчетной справедливой цене. В последние годы (начиная с 2002 г., после краха интернет-пузыря и терактов 11 сентября 2001 г.) из-за дешевизны заемных средств фонды прямых инвестиций и хедж-фонды стали привлекать огромные финансовые ресурсы и легко входить в капитал интересных для них компаний. Мировые компании прямого инвестирования выходят и на российский рынок: TPG, Permira, Blackstone. Значимыми игроками становятся фонды, созданные специально под инвестирование в российскую экономику: Baring Vostok Capital Partners, Delta Private Equity, Alfa Capital Partners, Russia Partners. Особенность работы фондов прямого инвестирования — фиксированный срок участия в капитале (обычно не более семи-десяти лет) и существенное влияние на принятие решений в компаниях, что дает им владение блокирующим или контрольным пакетом акций (например, как в компаниях «Яндекс», «Голден телеком»). Свидетельство зрелости рынка прямых инвестиций на территории Российской Федерации — сделки по покупке компаний на заемные средства (*leveraged buy-out*, LBO). В 2006 году такую сделку по покупке «Корбины телеком» про-

вел фонд «Ренова капитал» с привлечением денег ВТБ, в 2007 г. — Lion Capital по покупке «Нидан Соки» с долговым финансированием Goldman Sachs.

Хедж-фонды и инвестиционные компании (банки) инвестируют на еще более короткий срок, чем фонды прямых инвестиций (один-два года) и часто занимают позицию миноритарных акционеров. Новая редакция закона об акционерных обществах позволяет им активно проводить свою политику в компаниях и защищать свои интересы. Крупнейшие инвестбанки на российском рынке — «Ренессанс Капитал», «Тройка Диалог», UBS, Альфа-банк, «Уралсиб», J.P. Morgan, Lehman Brothers, Nomura. Единственная возможность для стратегических инвесторов, которых на рынке еще часто называют профильными, «переиграть» профессиональных инвестиционных игроков — использование в финансировании сделки различных инструментов. Выбор из имеющихся инструментов и конструирование новых — область компетенций финансовых менеджеров.

Определенные сложности в анализе финансовых проблем компаний возникают на развивающихся рынках капитала (*emerging capital markets*). На этих рынках часто можно говорить о следующих особенностях:

- условно рыночная среда (квазирыночные условия хозяйствования);
- число локальных (национальных) инвесторов на таких рынках невелико и низок предоставляемый ими объем инвестиций для удовлетворения спроса на деньги со стороны компаний;
- невелико число публичных компаний, активно занимающихся работой с инвесторами и привлекающих деньги с внешнего (публичного) рынка;
- существуют барьеры на движение капитала и иных ресурсов как внутри страны, так и за рубеж;
- велико присутствие государства в акционерном капитале (например, по публичным компаниям российского рынка средняя доля государства в капитале составляет 50%).

Типичными чертами, характеризующими развивающиеся рынки капитала, которые влияют на выбор модели финансового анализа компаний и решение возникающих проблем, можно считать следующие:

- малый размер финансового рынка (в абсолютном выражении и в отношении экономики страны (например, ВВП));
- ограниченные возможности для диверсификации капитала на местных (локальных, национальных) активах, например от-

раслевая смещенность фондового рынка, когда крупнейшие по капитализации компании относятся к одной отрасли;

- низкий уровень информационной открытости компаний (отсутствии сопоставимой финансовой отчетности). Наложение на этот фактор сложной финансовой структуры (большого числа зависимых и дочерних компаний) делает инвестирование в такие компании крайне рискованным;
- высокая концентрация структуры собственности в компаниях, превалирование диктата ключевой фигуры основателя бизнеса, низкое качество корпоративного управления, приводящие к незащищенности позиции миноритарного акционера-аутсайдера и высокому риску; наличие большой доли государственной собственности и государственного регулирования.

В начале XXI в. отчетливо прослеживается становление новой структуры экономики Российской Федерации, ключевыми фигурами в которой становятся государственные холдинги. Значительные положительные сдвиги, определявшие в 2006 г. динамику российских фондовых индексов, касались консолидации и капитализации («народные IPO») групп компаний, контролируемых государством. Как следует из доклада, обнародованного аудиторской компанией Ernst&Young [63], 44% от общего объема операций с российскими объектами пришлось на долю сделок, где в качестве покупателя выступали компании с контрольной долей государства. Среди значимых сделок можно отметить покупку «Сибнефти» «Газпромом», «Юганскнефтегаза» (как части бывшего ЮКОСа) — «Роснефтью», контрольного пакета «Силовых машин» — Российским акционерным обществом «Единая энергосистема», а «ВСМПО-Ависма» — «Рособоронэкспортом». При этом не всегда соблюдаются условия для формирования справедливой цены, многие потенциальные покупатели или владельцы (например, концерн Siemens, холдинг Shell) отсекаются ради соблюдения национального суверенитета. Экономисты ввели даже термин «административная конкуренция» для характеристики российских реалий (как конкуренция администраторов, или чиновничья конкуренция). Часто аналитики в инвестиционных решениях компаний учитывают именно эту конкуренцию, а собственно рыночные (общеекономические) факторы влияния отодвигаются на второй план. Еще одна особенность влияния государства на экономику в Российской Федерации — действия в наиболее прибыльных сферах деятельности, а не в тех, где не справляются рыночные механизмы, как это представлено в теории государственного капитализма. Как результат, в сырьевых отраслях, показывающих в послед-

ние годы сверхприбыли, происходит процесс размывания частной собственности и выставляются жесткие барьеры на вход.

2.4. Информационная система компании и учетная информация для финансовой аналитики

На взгляд непосвященных, понятия «данные» и «информация» — синонимы, однако менеджеры четко их различают. Данные — это «сырые» факты в количественном и качественном отражении, например выданная кассиром заработная плата, сумма удержанных налогов, выписанные и оплаченные счета поставщиков, заключенные договора подряда и т.п. После обработки (фильтрации, систематизации, компоновки) данные становятся информацией. Чем больше компания, тем сложнее процесс сбора данных и превращения их в нужную для принятия решений информацию. Возникают системы обработки данных. Первой традиционно возникает система учета, появляющаяся с первых дней создания компании и являющаяся обязательной для большинства организационных форм бизнеса. Системы бухгалтерского, управленческого, налогового учета фиксируют в денежном выражении происходящие в компании события. Так как денежное представление является понятным, легко обрабатываемым для получения интегрированных оценок, то учетная система традиционно лидирует среди других. Впоследствии появляются системы контроля качества, кадровой, маркетинговой, логистической информации. Их особенность — включение как количественной, так и качественной информации (например, по кадровой системе — количественная информация: текучесть кадров, возрастной состав, качественная: степень мотивированности работников, предпочтения в социальных программах и схемах вознаграждения и т.п.).

Важный шаг в развитии управления компанией — объединение разных систем информации в интегрированную информационную систему: управленческую информационную систему (*management information system, MIS*), представляющую собой комплекс взаимосвязанных подсистем, обрабатывающих данные с целью получения нужной на данный момент информации. Характерная особенность интегрированной системы — одни и те же данные фиксируются в разных подсистемах и формируют соответствующую потребностям в текущий момент информацию. Схематично перевод данных в информацию показан на рис. 2.2.

Из рисунка 2.2 видно, что данные могут быть внешними (источники расположены вне компании — например, данные о рыночных конкурентах и ценах, на которых они работают) и внутренними (формируются внутри компании, например, оказание услуг сервисным подразделением). В зависимости от стадии жизненного цикла и размера компании информационные системы отличаются степенью формализованности, структурой входящих подсистем, нацеленностью выходных потоков на определенные уровни управления (например, оперативный уровень, среднее звено, топ-менеджмент).

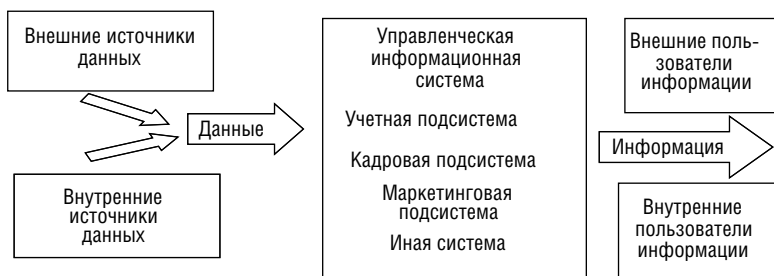


Рис. 2.2. Информационная система компании

В учетной подсистеме следует четко разделять налоговый, бухгалтерский (финансовый) и управленческий учет, а также итоговые документы, ими представляемые: налоговую, финансовую и управленческую отчетность. За последние годы российские компании существенно развили принципы и практику формирования учетной информации. Произошло четкое разграничение бухгалтерского (финансового), налогового и управленческого учета. Стандарты финансового учета Российской Федерации (положения о бухгалтерском учете, ПБУ, разрабатываемые Министерством финансов Российской Федерации (Минфин России)) все более приближаются к мировым стандартам (международным стандартам IAS).

Налоговый учет и налоговая отчетность не совпадают (и не обязаны совпадать) с финансовой отчетностью. В качестве примера можно привести отражение амортизации, когда в бухгалтерском учете Российской Федерации (ПБУ 6/01 «Учет основных средств», утвержденный приказом Минфина России от 30 марта 2001 г. № 26н) допускается выбор метода амортизации из трех возможных, а в налоговом учете в соответствии с Налоговым кодексом Российской Федерации (НК РФ) — только двух: линейного и уменьшаемого остатка. Существенные расхождения по расчету прибыли для налогообложения и для

отражения в финансовой отчетности выявились в 2002 г. с введением в действие главы 25 НК РФ. В Налоговом кодексе РФ существенно уменьшились сроки полезного использования основных средств, что значительно изменило прибыль для налогообложения.

Особенно существенно эти изменения затронули сырьевые компании. Например, для «Газпрома» налоговые платежи по прибыли за полгода уменьшились более чем в 3 раза. Если раньше машины и оборудование (например, арматура для магистральных трубопроводов) амортизировались со сроком 10—18 лет, то по НК РФ с 1 января 2002 г. он уменьшился до семи-десяти лет. По используемому оборудованию также стали применяться новые нормы амортизации. Например, если газопроводу, который по ранее принятым нормам должен был амортизироваться 10 лет, на текущий момент исполнилось шесть лет, и срок его использования по НК РФ сократился до семи лет, то за оставшийся год компания получила возможность списать 40% оставшейся стоимости.

Еще одно изменение в налогообложении по НК РФ привело к существенным различиям в налоговой и финансовой отчетности — с 2002 г. переоценка основных фондов не позволяет снижать налогооблагаемую базу через амортизацию. Вывод, который на собственном опыте сделали компании: налогооблагаемая прибыль и прибыль финансовой отчетности могут существенно различаться.

Для зарубежных компаний (например, в США) расхождение между налоговой и финансовой отчетностью также часто связано с амортизационными начислениями. В налоговом учете компании чаще всего используют ускоренную амортизацию, что позволяет экономить на налоге на прибыль. В финансовом учете превалирует линейный метод амортизации, что приводит к завышению декларируемой отчетной прибыли по сравнению с налоговой отчетностью.

Различия в налоговом, управленческом и финансовом учете, а также в их итоговых документах (отчетности) связаны с пользователями данной информации. Группы пользователей существенно различаются как по целевым установкам относительно функционирования компании, так и по возможности влиять на принятие решений.

Финансовая отчетность как обобщающий результат бухгалтерского учета разрабатывается в первую очередь для владельцев собственного и заемного капитала, а также для краткосрочных кредитов. В мировой практике существуют различные модели бухгалтерского учета (англо-американская, континентальная, южноамериканская), в том числе и модель, ориентированная в первую очередь на интересы государства. Однако представляется, что глав-

ная задача бухгалтерского учета — представление информации для владельцев капитала.

Три модели бухгалтерского учета по влиянию государства и различных групп собственников показаны на рис. 2.3.

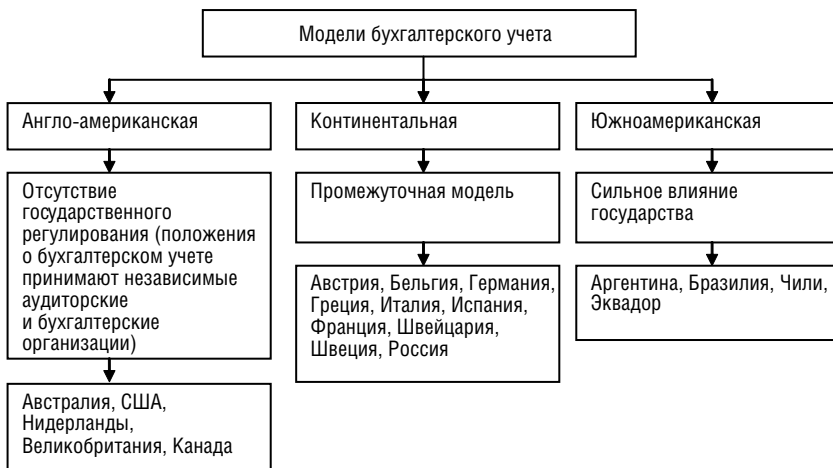


Рис. 2.3. Модели бухгалтерского учета

2.5. Финансовая модель компании как основа для принятия управленческих решений

Финансовая модель компании переводит происходящие в компании процессы и совершаемые операции на язык финансовых результатов (прибыли, денежных потоков и других показателей) и позволяет в рамках принятой системы координат (выбираемой модели финансового анализа) оценить эффективность совершенных и потенциально возможных управленческих решений. Модель финансового анализа компании объединяет принципы, на которых строится финансовая модель и проводится оценка эффективности прошлой и будущей деятельности компании.

Главная задача финансового анализа — объяснить полученную оценку результативности деятельности компании и эффективность достижения целей на краткосрочном и долгосрочном временных горизонтах. Целесообразно рассмотреть две модели финансового анали-

за компании: учетную (бухгалтерскую) и стоимостную (инвестиционную или финансовую).

Каждая из двух моделей финансового анализа компании строится на своих принципах, логике учета и отражения операций, совершаемых в компании, или упущенных выгодах, а значит, включает различающиеся наборы показателей вложенного в бизнес капитала и диагностики эффективности его использования. В рамках двух моделей анализа различается и терминология. Первая аналитическая модель — учетная (бухгалтерская) — строится на традиционных для бухгалтерского учета принципах отражения происходящих в компании процессов (операций). Для компаний развитых рынков капитала эта модель была распространена в XIX и начале XX в. Рост значимости акционерного капитала и другие изменения на финансовых рынках, развитие такого академического направления экономики, как финансовая экономика, привели к постепенному смещению интереса аналитиков и менеджеров-практиков от учетной модели к стоимостной, которая акцентирует внимание на риске и упущенных выгодах. Для российских компаний аналитика, выстраиваемая на принципах бухгалтерского видения происходящих событий, еще остается доминирующей.

Принято различать понятия «эффективность» (в том числе экономическая) и «результативность».

Результативность — характеристика процесса, относящаяся к его способности достигать поставленных целей. Компания или отдельный проект результативны, если имеет место выполнение поставленных целей, которые не обязательно формулируются в финансовых показателях и могут не быть эффективными. Понятие эффективности связано с сопоставлением эффекта с затратами на его получение. Может рассматриваться эффективность использования отдельных ресурсов, например труда, долгосрочных материальных активов: в этом случае используется термин *efficiency* (эффективность, производительность), который относится к показателям деловой активности, например оборачиваемости запасов, дебиторской задолженности, к производительности труда, фондоотдаче. Если рассматривается соотношение результата, выраженного в денежной форме, ко всей величине затрат, также оцененных в денежной форме, то принято использовать термин «экономическая эффективность» (*effectiveness*). Пример такой оценки — показатели отдачи на капитал (доходности), например отдача на собственный капитал (*return on equity, ROE*), отдача или доходность активов (*return on assets, ROA*) — показатели экономической эффективности.

Рассмотрим основные различия двух моделей финансового анализа компании.

Учетная модель:

- понимание вложенного капитала, результатов деятельности, понесенных затрат и эффективности строится на логике и принципах финансового учета;
- терминология анализа заимствуется из учетной практики;
- главный показатель экономической эффективности — бухгалтерская прибыль и относительные показатели на ее основе;
- как источник информации о затратах и результатах по операциям компании и отдельным решениям используется стандартная финансовая отчетность, рыночные данные привлекаются в минимальном объеме;
- ключевой заказчик такого анализа — владельцы заемного капитала;
- основная область применения — анализ прошлой деятельности, сопоставление на краткосрочном временном горизонте с компаниями-аналогами, контроль над текущими операциями.

Стоимостная модель:

- понимание вложенного капитала, прибыли и иных выгод функционирования компании увязывается с учетом упущенных возможностей инвестирования денег, риска получения ожидаемого результата;
- ключевой показатель эффективности деятельности — специфический аналитический показатель «свободный денежный поток» (*free cash flow, FCF*);
- учет многовариантности развития компании; множественности потенциальных источников привлечения финансовых ресурсов;
- информационная база — прогнозные оценки будущих доходов и затрат (включая упущенные выгоды), управленческий учет и отчетность, широкое привлечение рыночной информации (включая данные с фондового рынка как рынка альтернативных возможностей инвестирования для владельцев собственного капитала компании);
- понятие экономической эффективности тесно увязывается с качеством использования капитала, с ростом справедливой рыночной стоимости бизнеса;
- ключевой заказчик анализа — владельцы собственного капитала компании, принимающие на себя инвестиционные риски;

- область применения — инвестиционные и финансовые решения компании, разработка долгосрочной стратегии развития компании.

Стоимостная модель финансового анализа начала активно развиваться с 1980-х гг., когда пришло понимание значимости стратегического менеджмента и четкого дистанцирования его от долгосрочного планирования на основе трендов. Финансовые директора и рыночные аналитики отмечают много преимуществ этой модели, среди которых:

- акцент на интересах владельцев собственного капитала (при расширенной трактовке стоимости — учет как финансовых, так и нефинансовых стейкхолдеров);
- ориентация на долгосрочность функционирования компании, достижение стратегических целей;
- учет кредитных и инвестиционных рисков и сценарности будущего развития;
- возможность оценки влияния внешней среды на положение компании.

Особенность стоимостной финансовой модели анализа — учет в издержках не только фактически понесенных (или планируемых) явных издержек, но и альтернативных (упущенных) выгод. В стоимостной модели вводится такое специфическое понятие, как «плата за собственный капитал», и соответственно ставка доходности по собственному капиталу, которые не могут быть рассчитаны на основе отчетных или прогнозных форм стандартной финансовой отчетности. Как результат, текущим (за период времени) показателем экономической эффективности выступает экономическая прибыль (табл. 2.1 демонстрирует различия).

Таблица 2.1

Сходства и различия моделей анализа компании

Понятие	Учетная модель	Стоимостная модель
Ключевой заказчик анализа	Кредитор	Рыночный инвестор
Понимание финансового успеха	Платежеспособность и безубыточность	Платежеспособность и ликвидность капитала собственного, не отрицательность экономической прибыли, устойчивый рост бизнеса (сбалансированный с темпом роста рыночной стоимости)

Окончание

Понятие	Учетная модель	Стоимостная модель
Понимание издержек	Бухгалтерские издержки = = Фактически понесенные издержки	Учитываемые издержки = Бухгалтерские издержки + Альтернативные издержки
Понимание финансового результата	Бухгалтерская прибыль = = Выручка нетто – Фактические издержки	Экономическая прибыль = Выручка нетто – Фактические издержки (явные) – Альтернативные издержки (неявные)
Понимание задействованных ресурсов (капитала)	Фиксируемые в отчетности активы компании	Постоянно используемые для функционирования компании платные источники финансирования и эквиваленты капитала, не нашедшие отражения в финансовом учете
Качество использования капитала	Рост активов и выручки, сбалансированность темпов роста активов, выручки и прибыли; платежеспособность, диагностируемая по ликвидности баланса	Ликвидность собственного капитала, рост рыночной оценки всего капитала компании и акционерного капитала
Учет риска	Учет обесценения (удорожания) активов из-за инфляции	Учет упущенных выгод и многовариантности развития компании

Несколько претензий предъявляют аналитики к бухгалтерскому показателю «чистая прибыль». Первая претензия связана со смешением эффектов, получаемых в рамках разноплановых управленческих решений — операционных, инвестиционных и финансовых. Убытки по операционной деятельности, когда выручка не покрывает издержки, связанные с производством и реализацией продукции, могут быть легко завуалированы прибылью от продажи (переоценки) активов или полученными штрафными санкциями от контрагентов. В этом случае чистая прибыль примет положительное значение, что может ввести нынешнего и потенциального инвестора в заблуждение относительно качества лежащей в основе деятельности компании бизнес-идеи и реализующей ее бизнес-модели. Финансовые решения и операции также могут существенно исказить понимание эффективности операционной деятельности. Для снижения налоговых платежей или создания благоприятного мнения на рынке о развитии дел в компании (и получения вознаграждения за труд) часто команда

топ-менеджеров компании выбирает среди доступных методов ведения бухгалтерского учета (например, учет амортизации, запасов) такие методы, которые позволяют показать «желаемую прибыль». Еще один вариант манипулирования отчетностью — самостоятельно трактуемое включение зависимых компаний в консолидированную отчетность (что особенно актуально для холдинговых компаний и зависимых групп). Аналитики в этом случае говорят об «украшении витрин» (*window dressing*).

Вторая претензия связана с учетом прибыли от спекулятивных операций, которая часто объединяется с прибылью, полученной по основной деятельности (точнее — с прибылью от посреднических операций). Причем генеральные директора компаний (*chief executive officer, CEO*) и финансовые директора (*chief financial officer, CFO*) часто из-за отсутствия управленческого учета не в состоянии выделить капитал, задействованный в этих операциях. Риски, сопутствующие спекулятивным операциям, не диагностируются и не расписываются. Наличие спекулятивных прибылей искажает представление об эффективности основной деятельности, а один серьезный просчет может свести на нет регулярные спекулятивные прибыли и привести к краху всей компании.

Третья претензия к бухгалтерскому показателю «чистая прибыль» более важна для принятия управленческих решений, чем первые две. При рассмотрении чистой прибыли в рамках бухгалтерского видения компании игнорируются альтернативные возможности использования собственного капитала на рынке, а значит, и возможности получения большей доходности при том же уровне принимаемого риска. Решение проблемы — переход к показателю экономической прибыли через введение платы за собственный капитал как упущенной за рассматриваемый период времени выгоды.

Различия в используемой терминологии показаны в табл. 2.2.

Таблица 2.2

Условное соответствие терминов моделей финансового анализа компании

Учетная модель	Стоимостная модель
Капитал и резервы (фиксируется по бухгалтерскому балансу)	Собственный капитал компании (акционерный капитал). Традиционно фиксируется по рыночной оценке
Обязательства (платные, как сумма долгосрочных заимствований и краткосрочных)	Заемный капитал
Пассивы	Привлеченный в компанию капитал

Окончание

Учетная модель	Стоимостная модель
Активы (используемые на постоянной основе)	Инвестированный, вложенный капитал
Внеоборотные активы	Основной капитал
Оборотные (текущие, краткосрочные) активы	Оборотный капитал
Чистая прибыль как конечный результат деятельности компании	Экономическая прибыль как конечный результат деятельности компании (диагностика создания стоимости за период)
Нематериальные активы как часть внеоборотных активов	Интеллектуальный капитал как часть основного капитала. Интеллектуальный капитал обычно существенно больше фиксируемых в учете нематериальных активов

В финансовой аналитике в последние годы принято различать две модели финансового анализа в рамках стоимостной концепции: акционерную (*shareholder's model*) и стейкхолдерскую (*stakeholder's model*).

Акционерная модель рассматривает интересы владельцев собственного капитала компании как первостепенные, именно их интересы должен реализовывать менеджмент компании. Наибольшее признание и воплощение на практике эта модель получила в США, где преобладающая форма ведения бизнеса — публичные акционерные компании с распыленной структурой собственности и наемным менеджментом. Сторонники этой модели доказывают, что постановка цели в виде максимизации выгод владельцев собственного капитала заставляет менеджмент учитывать интересы и других заинтересованных групп (стейкхолдеров).

Стейкхолдерская модель строится на учете интересов как финансовых, так и нефинансовых владельцев капитала. Чем более значимы в основном капитале компании элементы интеллектуального капитала, тем больше следует аналитику обращаться к рекомендациям стейкхолдерской модели. Целесообразно выделять в таких моделях те, которые ориентированы на нефинансовых заинтересованных лиц, и те, которые характерны для банковско-ориентированной («связанной») финансовой системы (Германия, Франция и другие страны континентальной Европы и Азии).

2.6. От финансового анализа к принятию решений: сбалансированная система показателей в менеджменте

Ориентация исключительно на финансовые показатели деятельности (динамику величины активов, капитала, прибыли, операционных денежных потоков) может сыграть злую шутку с инвесторами и менеджерами компаний. Анализ многолетней истории взлетов и падений североамериканских и европейских компаний показывает, что традиционные финансовые индикаторы (скажем, выстроенные на базе стандартов бухгалтерского учета) часто отстают с диагностированием проблем. Аналитики чаще замечают первые признаки неблагополучия не по финансовым показателям, а по падению качества и репутации компании на рынке, увольнениям компетентного персонала, разногласиям внутри руководства. Эта истина оказалась осознанной и нашла активную академическую и практическую поддержку только к 1990-м гг., хотя еще в послевоенные годы разрабатывалось немало управленческих систем, подчеркивающих значимость отслеживания финансовых и нефинансовых показателей в комплексе.

Чтобы иметь возможность адекватно оценивать происходящие в компании события, односторонний подход на базе финансовых показателей должен быть дополнен учетом нефинансовых индикаторов. Безусловно, для каждой отрасли и компании с учетом выбираемой стратегии и бизнес-модели нефинансовые показатели будут своими. Если финансовые показатели на 80% универсальны, то такое же обратное соотношение верно и для нефинансовых. Большая их часть является уникальной, что создает дополнительную сложность в аналитике деятельности.

Частая ошибка, которая наблюдалась на мировом рынке в 1980-е гг. и сохраняется по отношению к российским компаниям, состоит в построении множества финансовых и нефинансовых показателей, не связанных друг с другом. Идеал управленческих методов — выстроить систему взаимосвязанных или сбалансированных показателей, по изменению которых можно было бы судить о динамике здоровья компании, результативности и эффективности ее деятельности. Для этого показатели должны быть выстроены как по уровням управления (часто используется аналогия с кроной деревьев), так и по отражению значимых факторов влияния на конечный финансовый результат (это может быть прибыль, денежный поток или рыночная стоимость, например, капитализация или иной стоимостной показатель).

В основу концепции сбалансированных показателей заложена идея о том, что при оценке результативности и эффективности компании (*performance measurement*) следует учитывать различные аспекты бизнеса, например финансы, удовлетворенность клиентов или качество процессов (в их совокупности).

Большой вклад в разработку концепции сбалансированных показателей внес Norlan Norton Institute — исследовательский центр всемирно известной аудиторско-консалтинговой компании KPMG. Совместное исследование механизмов повышения результативности и эффективности деятельности компаний, проведенное в 1990 г. директором института Norlan Norton Institute Д. Нортон (в последние годы Д. Нортон возглавляет компанию *Balanced Scorecard Collaborative*) и профессором Гарвардской школы бизнеса Р. Капланом, привлеченным в качестве научного консультанта проекта, положило начало новой ветви консалтинговой работы — внедрению сбалансированной системы показателей (*balanced scorecard, BSC* или ССП)¹. Исследования 1990-х гг. показали, что методы оценки эффективности деятельности компании, основанные исключительно на финансовых показателях, не обеспечивают достоверность прогноза о будущем компании, об устойчивости положения на рынке. Компании с формально высокими финансовыми показателями часто были вынуждены уйти с рынка, теряли конкурентные преимущества и имели «разрушение стоимости», выражаемое в падении капитализации. Яркий тому пример — американский автопроизводитель Ford.

Система Д. Нортон и Р. Каплана [24] не произвела революции в управлении компаниями. Идея имела практические воплощения в ранее внедряемых работах консультантов и ученых, например предложенная еще в 1954 г. концепция управления по целям (*management by objectives, MBO*) П. Друкера или концепция множества показателей оценки (*tableau de bord*) 1932 г. Ж. Мало. Суть ранних наработок заключается в констатации положения, что менеджмент как целостная система управления ориентируется на достижение всей совокупности целей и задач, стоящих перед организацией. Цели и задачи должны не только доводиться, но и согласовываться с менеджерами всех уровней. Принципиальное отличие системы Д. Нортон и Р. Каплана — включение в расчет рыночных факторов успеха и показателей, показывающих удовлетворенность работой. Как важный индикатор эффективности учитывается совершенствование персонала. Эти новации отразили осознание к 1990-м гг. высокой ценности интеллекту-

¹ В русскоязычной литературе можно найти и другие варианты перевода названия концепции — сбалансированная карта показателей.

ального капитала с такими его элементами, как креативный персонал и лояльность потребителей. Эти участники деятельности компании стали рассматриваться как значимые стейкхолдеры (заинтересованные лица) компании.

Разработчиками *BSC* (ССП) была предложена модель оценки деятельности, а в последующем и система построения целей, которая базируется на четырех основных элементах (проекциях, по терминологии авторов) фиксации происходящих событий: финансы, маркетинг, внутренние бизнес-процессы, персонал. Система получила название сбалансированной, так как ее главной идеей стало сбалансированное сочетание, комплексный подход к учету материальных и нематериальных факторов успеха. Аналогичные проекции и схожую идеологическую базу имеет модель стратегических карт Л. Мейселя.

Первоначально Д. Нортон и Р. Каплан позиционировали *BSC* как учетно-аналитическую систему, а затем развили применение ее до инструмента перевода миссии и целей компании во взаимосвязанную систему целей и задач. Таким образом, современное представление системы в первую очередь апеллирует к выстраиванию дерева целей и показателей, характеризующих их достижение, а значит, является новым инструментом планирования.

Базовые проекции позволяют менеджменту и собственникам согласовать цели и выстроить показатели диагностики «экономического здоровья», отвечая на следующие ключевые вопросы.

Проекция финансов: какой компания представляется своим акционерам и потенциальным инвесторам?

Проекция маркетинга: какой компания представляется покупателям своей продукции (контрагентам)?

Проекция внутренних бизнес-процессов: какие бизнес-процессы компания должна улучшить, от каких отказаться, на каких сосредоточиться?

Проекция обучения и роста: может ли компания продолжать свое развитие, повышать эффективность и увеличивать свою стоимость? Достаточно ли у нее компетенций для решения поставленных задач?

Как правило, финансовые цели (рентабельность, отдача на капитал, рост выручки, экономическая прибыль) стоят во главе дерева целей компании, однако существует очень тесная взаимосвязь с целями в области маркетинга, внутренних процессов и роста организации.

Базовый набор перспектив адаптируется к специфике конкретной отрасли или компании. Например, может появиться перспектива «экологическая ответственность» или «социальный капитал». Вместо термина «персонал» часто фигурирует «обучение и рост» или «потенциал», связанный с инновационными разработками компании.

Большой спрос на внедрение ССП связан с тем, что эта система помогает упорядочить операционные процессы, установить взаимосвязи между различными уровнями управления и качественными показателями, характеризующими достижение различных целей, позволяет осуществлять контроль и корректировку оперативных задач, увязываемых с общей стратегией. На сегодняшний день на рынке присутствует большой спектр моделей, автоматизирующих ССП, например SAP SEM, Microsoft Business Solutions-Ахapta, QPR, Dialog Softwar. При этом следует иметь в виду, что сама стратегия в рамках ССП не выстраивается, это отдельная самостоятельная задача. Более того, изменение стратегии должно повлечь и изменение ССП.

Финансовые консультанты и аналитики уже много лет пытаются трансформировать идеи ССП в новые финансовые индикаторы. Цель построения новых метрик — учет значимости нефинансовых факторов успеха, отражение в финансовой оценке как материальных, так и нематериальных, неосязаемых, ресурсов. Эти попытки демонстрируют активно разрабатываемые системы ключевых показателей эффективности (*key performance indicators, KPI*), в которые включаются как традиционные (маржа операционной прибыли, темп роста выручки), так и относительно новые (удовлетворенность клиентов, текучесть кадров) показатели.

Один возможный путь реализовать в учете идеи ССП — дооценка активов, включение в их перечень не фиксируемых в стандартной финансовой отчетности значимых ресурсов, на базе которых компания часто зарабатывает большую часть прибыли. Финансовые аналитики вместо фиксируемых в стандартной финансовой отчетности нематериальных активов вводят понятие интеллектуального капитала, или активов интеллектуального капитала. Ресурсы, формирующие интеллектуальный капитал, имеют много общего с выделяемыми проекциями разработки стратегии и диагностики эффективности СПП. Многие компании, например шведская страховая группа «Скания», отражают в интеллектуальных ресурсах компании человеческий капитал (возможность привлекать, удерживать, растить компетентный персонал), клиентский (как особые навыки, компетенции работы с рынком, налаженные связи, узнаваемость компании, ее репутация), организационный и инновационный.

Компании стараются построить методики финансовой оценки этих специфических ресурсов и суммировать их с материальными активами. Такая дооценка позволяет более адекватно понять, как высоко должна цениться инвесторами компания, как сильно вырос ее капитал с учетом прилагаемых усилий менеджмента. Компании включают до-

оценки в годовую отчетность компании, дополняют стандартные финансовые формы новыми отчетами об изменении величин капитала, активов и прибыли. Это путь, который активно развивается со стороны компаний.

Контрольные вопросы

1. В чем особенности выделяемых в теории финансов рынков: совершенный, рациональный, эффективный финансовые рынки?
2. Как может формулироваться финансовая цель принятия решений в компаниях?
3. Почему в финансовом менеджменте важна концепция информационной эффективности рынков?
4. Как институциональная среда влияет на мотивы и стимулы стейкхолдеров компании?
5. Что понимается под информационной системой компании и какие модели бухгалтерского учета выделяют аналитики?
6. В чем различия между двумя моделями финансового анализа компании: учетной и стоимостной?
7. Чьи интересы должны быть учтены в первую очередь в рамках стоимостной модели финансового анализа компании?
8. В чем важность построения сбалансированной системы финансовых и нефинансовых показателей?

Инновация в менеджменте — управление стоимостью компании

3.1. Концепция управления стоимостью компании

Управление стоимостью компании (value based management, VBM) — современная концепция менеджмента, отстаивающая преимущества системы управления на уровне хозяйствующего субъекта рынка, реализующей последовательные процессы целеполагания, стратегического и оперативного принятия решений на принципах стоимостной модели финансового анализа компании, т.е. с ориентацией на приращение рыночной стоимости бизнеса и ее акционерного капитала. Концепция отстаивает принцип, что управление стоимостью в интересах акционеров (владельцев собственного капитала) позволяет повышать конкурентную позицию компании на рынке, ведет к росту эффективности (например, производительности труда), повышению благосостояния всех других стейкхолдеров. Эта концепция отстаивает новые критерии и показатели измерения финансовых результатов деятельности компании, новые модели и подходы к принятию решений. Эта концепция требует и новых принципов сбора и обработки информации (об операциях компании, альтернативах на рынке).

Рассмотрим более подробно характеристики стоимостной модели:

- акцент на интересах владельцев собственного капитала, учет изменения их благосостояния. Именно владельцы собственного капитала — инициаторы бизнеса, они финансируют его развитие на всех этапах движения по жизненному циклу и берут на себя инвестиционные риски, получая взамен остаточную прибыль (доход);
- необходимость сопоставления затрат и выгод принимаемых управленческих решений на длительном временном промежутке, так как интересы владельцев финансового и интеллектуального капитала, как правило, долгосрочны. Главное достоинство стоимостной модели анализа — возможность количественно озвучить альтернативы, рассматриваемые при разработке стратегии. Учетная модель может помочь при решении тактических

управленческих задач, но совершенно не применима в разработке стратегии;

- признание затрат финансового капитала (собственного и заемного) и специфических требований (подразумеваемых обязательств) владельцев интеллектуального капитала. Если затраты по заемному капиталу и ряду элементов интеллектуального капитала диагностируются и встраиваются в анализ, то затраты по собственному капиталу имеют вид неявных издержек и не распознаются в рамках бухгалтерской модели;
- обязательность встраивания в анализ барьерной (пороговой) ставки доходности по капиталу компании (*hurdle rate*). Эта ставка, рассчитываемая как стоимость капитала (*cost of capital*), — своеобразный «входной билет» на рынок инвестиций в трактовке стоимостной модели, увязывается с риском владельцев капитала компании. Риск оценивается с учетом неопределенности внешней среды для компании и выбираемой стратегии развития.

Концепция управления стоимостью как инновационная концепция управления базируется на стоимостной аналитике, современном финансовом анализе. Этот анализ ориентирован прежде всего на диагностирование выгод и учет интересов владельцев собственного капитала (предполагается, что интересы владельцев заемного капитала при реализации концепции *IBM* будут реализовываться автоматически, возникающие конфликты и агентские затраты между кредиторами и собственниками могут быть устранены специальными механизмами). Финансовый анализ (не следует его путать с анализом финансовой отчетности, который ориентирован на интересы кредиторов в первую очередь) смещает акценты в трех проекциях, которые традиционно формируют понятие «финансового здоровья компании».

Финансово здоровая компания:

- платежеспособна (т.е. своевременно расплачивается по обязательствам);
- экономически эффективна (т.е. результаты ее деятельности превышают вкладываемые затраты);
- обладает финансовой гибкостью (способна привлекать капитал на выгодных условиях и из разных источников);
- имеет инвестиционные возможности роста (обладает инвестиционной гибкостью).

Понимание проекций финансово здоровой компании различно с позиций кредитора и собственника, что показано на рис. 3.1 и 3.2. Еще одна важная черта построения «контура финансового здоровья» — учет изменения значимости (весов) проекций по стадиям

жизни компании. Как правило, переход от детства к юности и к зрелости сопровождается снижением значимости проекции платежеспособности и ликвидности и ростом значимости соответственно проекций текущей эффективности и роста. Для контура собственника значимыми становятся показатели, диагностирующие качество капитала (его возможность генерировать «живые» и «свободные» деньги в достаточном размере — с компенсацией принимаемого собственником риска) и качество роста капитала (когда рост бизнеса в терминах выручки сбалансирован с темпом роста признаваемой рыночной стоимости этого бизнеса).

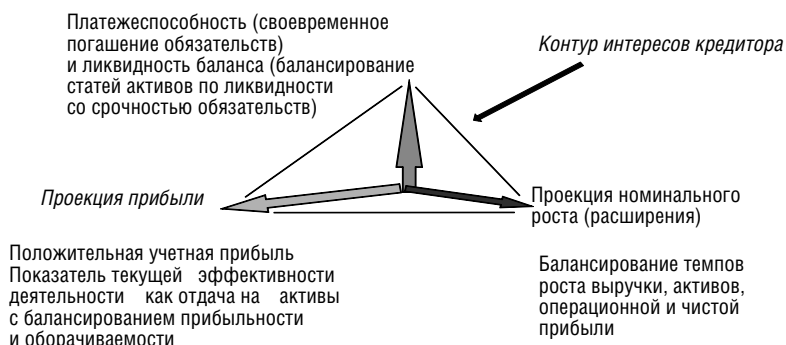


Рис. 3.1. Контур интересов кредитора

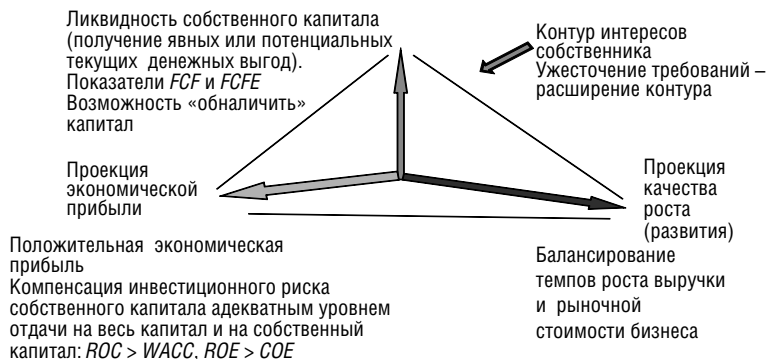


Рис. 3.2. Контур интересов собственника

Так как наиболее значимы для компании инвестиционные решения, то часто выделяют подсистему управления, связанную с обеспечением инвестиционной деятельности и ориентированную на стра-

тегическое развитие компании — инвестиции, ориентированные на стоимость (*value based investment, VBI*).

Концепция *VBI* подчеркивает значимость проекции роста бизнеса, но не любого, а качественного, напрямую увязанного с создаваемой в компании стоимостью.

Достоинство финансовых моделей — возможность провести имитационное моделирование и посмотреть, как будет выглядеть стоимость компании при изменении тех или иных ключевых параметров. При этом модель может строиться исключительно на финансовых показателях (например, на семи параметрах модели денежного потока), а может включать в себя нефинансовые и нефундаментальные факторы (в частности, качество менеджмента, ликвидность акций и т.п.). Например, имитационное моделирование позволит определить, как изменится стоимость компании, если менеджерам удастся существенно нарастить темпы роста выручки и прибыльности продаж, увеличить период удержания конкурентных преимуществ. Таким образом, финансовый аналитик получает разнообразные оценки стоимости компании при разных сценариях изменения внешней среды и возможных управленческих решениях, принимаемых как отклик на внешние вызовы.

Упрощенный вариант финансового моделирования — проведение анализа чувствительности стоимости к ключевым параметрам финансовой модели. Полученные коэффициенты чувствительности (эластичности, как процентное изменение стоимости при изменении параметра на 1%) позволят ранжировать параметры финансовой модели (ключевые факторы управления) по значимости и сконцентрировать усилия менеджмента на решении наиболее важных задач наращивания стоимости. Отметим, что это достаточно примитивный вариант, так как расчет коэффициентов чувствительности предполагает, что только один параметр без связи с другими может оказывать влияние на динамику стоимости. В действительности же все параметры взаимосвязаны, и часто наращивание одного порождает снижение другого. Сценарное моделирование позволяет избежать упрощений, принимаемых в анализе чувствительности.

Управление стоимостью может строиться и в рамках технологии *финансового бенчмаркинга* (от англ. *benchmarking* — контрольные точки, метрики сравнений). Технология подразумевает выделение точек анализа и сопоставление по ним компаний. Название технологии происходит от английских слов *bench* (уровень, высота) и *mark* (отметка). Это словосочетание может быть переведено по-разному: «опорная отметка», «отметка высоты», «анализ превосходства», «эталонное сравнение» и т.п.

Эталонная оценка стоимости (как вмененная или гипотетическая стоимость) может быть построена для компании на базе отраслевых фундаментальных показателей (темпа роста, рентабельности, эффективной ставки налога, потребности в инвестициях). В упрощенном варианте может вводиться фиксированный временной горизонт прогнозного отрезка (например, пять лет) и предположение о бессрочном аннуитете для постпрогнозного периода. Сопоставление компаний по ключевым факторам стоимости позволяет выявить, насколько существенно компания проигрывает.

Выбор конкретной модели финансового управления определяется степенью развитости системы сбора и обработки информации в компании, отлаженностью финансовой системы (отсутствием дублирующих операций, сомнительных сделок и случайных бизнес-единиц) и компетенциями менеджмента. При этом важна возможность разложения интегрированного показателя стоимости на элементы текущего приращения выгод инвесторов (по годам, кварталам); по выделенным центрам ответственности; по ключевым факторам создания стоимости (например, с учетом удовлетворения интересов отдельных групп стейкхолдеров). Таким образом, огромное значение в конкурировании моделей управления приобретает управленческий учет и отчетность. Большое количество современных моделей, ориентированных на создание стоимости, отходят от стандартов финансового учета и совершенствуют управленческий учет. Этот отход с целью приближения к диагностированию выгод владельцев капитала показывает схема, представленная на рис. 3.3. Важный вывод, фиксируемый на этом рисунке: существует большое число конкурирующих моделей финансового управления, которые продвигают на рынок крупнейшие консалтинговые компании (например, Бостонская консалтинговая группа, McKinsey и др.) и в основе которых лежат те или иные новые стоимостные показатели, которые стремятся объяснить поведение рыночной капитализации и из-за этого все дальше отходят от стандартов финансового учета. Более подробно новые финансовые показатели рассмотрены в части V учебника.

Одна из возможных моделей постановки современного финансового управления компанией — модель денежного потока. Она выстраивает рычаги управления стоимостью на базе ключевых показателей и зависимостей, учитываемых при расчете справедливой рыночной стоимости компании методом дисконтированных денежных потоков (*discounted cash flow, DCF*) на базе показателя свободного денежного потока (*FCF*).

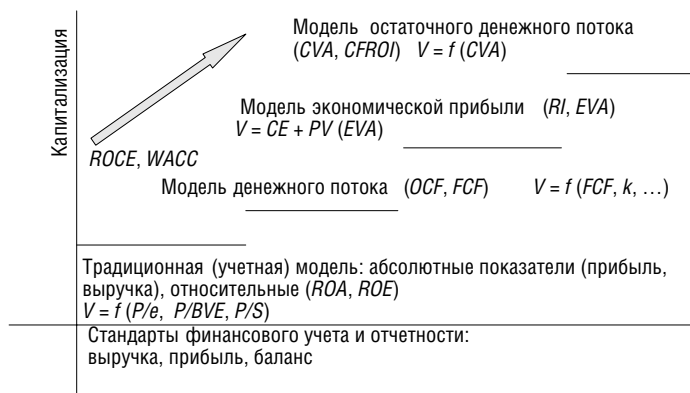


Рис. 3.3. Современные модели финансового управления

Модель финансового управления на базе денежного потока акцентирует внимание на трех ключевых параметрах, определяющих успех компании на рынке и ее инвестиционную привлекательность:

- темп роста выручки, прибыли и денежных потоков. Здесь речь идет о периоде наращивания конкурентных преимуществ, когда компания имеет возможность расти гораздо быстрее, чем аналоги в зрелых отраслях, и соответственно опережать темп роста мировой экономики (в пределах 3—6% за год). В создании стоимости компании важна как аналитика количественного значения темпа роста ключевых финансовых показателей, так и временной период удержания высокого роста;
- денежные потоки, генерируемые компанией. Прежде всего речь идет о свободных денежных потоках, доступных к распределению между всеми владельцами капитала (*free cash flow of firm, FCFF*), и отдельно — о денежных потоках, доступных владельцам собственного капитала (*free cash flow of equity, FCFE*);
- стоимость денег для компании. В классической формуле расчета фундаментальной стоимости платность денег фигурирует в виде ставки дисконтирования, позволяющей пересчитать будущие денежные выгоды к текущему моменту времени.

Фиксируемая в каждый момент времени для компании платность денег (в академической литературе используются термины «затраты на капитал», «стоимость капитала», «цена капитала») зависит от следующих факторов:

- реальная ставка процента на рынке, которая определяется спросом и предложением денег;

- ожидаемая инфляция;
- риск владельцев капитала. В первую очередь анализируется позиция владельца собственного капитала, поэтому решающее влияние на стоимость оказывает инвестиционный риск собственника.

Реальная процентная ставка и инфляция едины для компаний одного рынка. Различия в ставках дисконтирования по компаниям связаны с разным риском, принимаемым владельцами капитала. Подходы, которые показывают, как оценки риска трансформируются в количественные значения ставок требуемой доходности и итоговую ставку дисконтирования для денежных потоков компании, рассматриваются в главе 4. На данном этапе обсуждения важно, что чем выше риск владельцев капитала компании, тем ниже ее рыночная стоимость.

Сложность выстраивания финансового управления на базе обозначенных ключевых параметров заключается в определенной конфронтации их друг с другом. Чем выше реализуемый в рамках принятой стратегии развития бизнеса темп роста, тем выше рыночная стоимость компании. Однако поддержание высоких темпов роста требует существенных инвестиций, что приводит к сокращению текущих денежных выгод, получаемых владельцами капитала. Финансирование роста за счет заемного капитала через увеличение финансового рычага приводит к удорожанию денег и повышению ставки дисконтирования, т.е. к снижению стоимости. Искусство управления заключается в нахождении такой комбинации между выбираемым ростом, текущими денежными выгодами и используемыми источниками финансирования, которые позволят обеспечить создание максимума стоимости на длительном временном отрезке.

Модель финансового управления на базе денежных потоков предполагает:

- выявление рычагов влияния на операционный денежный поток;
- оценку целесообразности инвестиционных затрат;
- нахождение рычагов создания стоимости через финансовые решения (оптимизацию структуры капитала).

Модель финансового управления на базе свободного денежного потока может быть построена по семи ключевым факторам, которые определяются в стратегии компании и имеют значимую отраслевую специфику:

- темп роста бизнеса (выручки);
- маржа прибыли как отношение операционной прибыли к выручке;

- коэффициент налоговой нагрузки, определяемый налоговой политикой компании;
- коэффициент инвестирования в оборотный капитал, который зависит от кредитной политики компании и политики управления запасами;
- коэффициент инвестирования в основной капитал, который зависит от выбора направлений инвестирования и эффективности управления инвестиционной деятельностью;
- структура капитала;
- стоимость денег по источникам финансирования.

Модель финансового управления на базе экономической прибыли акцентирует внимание на специфике трактовки капитала и прибыли в компании. Более подробно эти аспекты расчета ключевого показателя управления и механизмы влияния на него рассмотрены в главе 5.

3.2. Основные блоки управленческих решений, поддерживающие систему управления стоимостью

Концепцию *VBM* взяли на вооружение уже в 1980—1990-х гг. многие консалтинговые компании мира. Преуспевающие компании разных отраслей внедряют эту систему управления и трансформируют с учетом подвижек на рынке капитала¹. Представление об основных элементах концепции управления стоимостью, формирующих системное внедрение этой инновации в менеджменте, дает рис. 3.4, подробные комментарии к которому можно найти в переведенных на русский язык изданиях ведущих консалтинговых компаний [27, с. 85—89; 49, с. 238—248].

Консультанты подчеркивают, что системное внедрение *VBM* предполагает подвижки по всех областях управленческой работы: начиная от целеполагания и разработки корпоративной стратегии до формирования отчетности и системы коммуникаций с инвесторами (*IR*-службы). Основные блоки управленческих решений, формирующих систему управления на базе стоимости, таковы:

¹ В статье [36] приведен пример построения системы стоимостных показателей и привязки вознаграждения к ним по уровням управления компании Siemens.



Рис. 3.4. Концепция управления стоимостью: слагаемые успеха
 Источник: МакКинзи.

- согласование целей между ключевыми акционерами и стейкхолдерами с учетом их интересов, цели рассматриваются как компенсация вклада стратегических (корневых) ресурсов в компанию;
- разработка корпоративной стратегии (на высшем уровне компании) и комплекса мер ее реализации с финансовой целью максимизации стоимости и с годовыми заданиями приращения стоимости по бизнес-единицам (направлениям деятельности);
- разработка функциональных стратегий (инвестиционной, финансовой, маркетинговой и т.п.), взаимосвязанных друг с другом на базе использования критерия создания справедливой рыночной стоимости и экономической прибыли. Жесткая увязка инвестиционных программ с корпоративной стратегией;
- перевод оперативного планирования и бюджетирования (на коротких промежутках времени, для управленческих звеньев среднего и низшего уровня) на стоимостные показатели, отражающие специфику бизнеса;
- изменение управленческого учета и отчетности для обеспечения возможности принятия оперативных и стратегических решений (которая позволяла бы выделение информации по бизнес-единицам, уровням управления, центрам ответственности, отдельным функциям (операциям));
- мониторинг факторов стоимости по уровням управления (для обеспечения обратной связи) через созданные центры финансовой ответственности. Высшим центром ответственности в финансовой структуре компании рассматривается центр создания стоимости, которому подчинены центры ответственности низшего уровня (прибыли, затрат, доходов);

- мотивация и вознаграждение персонала (в первую очередь управленческого) в соответствии с выполнением заданий по приращению стоимости по их зонам ответственности;
- раскрытие информации для нынешних и потенциальных инвесторов, построение системы коммуникаций с акционерами.

Фиксация в денежных измерителях конкурентных преимуществ компании по уровням управления реализуется через построение дерева факторов (рычагов) стоимости, которые отражают чувствительные к изменению стоимости точки приложения усилий для менеджмента.

Управление на основе стоимости имеет ряд ограничений. Увязка инвестиционных и финансовых решений (а также анализа) с понятием требуемой доходности как типичной или нормативной ставки доходности (отдачи) инвестиций по альтернативным вариантам одного класса риска накладывает определенные требования на степень развития рынка и поведение инвестора. Требуемая доходность для каждого класса риска формируется на рынке владельцами капитала, которые являются держателями финансовых активов¹. Организация рынка этих активов, степень его развития, сложившиеся финансовые институты, социокультурные национальные стандарты оказывают влияние на инвестиционное поведение и закономерности ценообразования финансовых активов². Часто стоимостной взгляд на компанию трактуется как атрибут развитого рынка капитала, на котором, как на лакмусовой бумажке, компании действительно могут оставить свои отпечатки.

Еще одна инновация, активно продвигаемая в академических работах, но пока не нашедшая воплощения в практических примерах, — переход от *VBM* с акцентом на интересах акционеров (*shareholder value*, *SHV*) к «переосмысленной» модели максимизации стоимости акционерного капитала (*enlightened shareholder value model*) М. Дженсена (Jensen, 2001), т.е. к модели управления стоимостью стейкхолдеров (*stakeholder value*, *STV*), что фактически означает переход к новому этапу развития капитализма — *stakeholder capitalism*, по терминологии Г. Келли, Д. Келли и А. Гембла. Этот переход должен обеспечить максимизацию выгод стейкхолдеров в долгосрочном периоде и гарантировать устойчивость позиции компании на рынке, которая базируется

¹ Финансовые активы здесь противопоставляются реальным активам (материальным — здания, сооружения, оборудование, транспортные средства, товары и нематериальным — патенты, лицензии, права и т.п.).

² Две принципиально отличающиеся модели функционирования финансовых рынков, оказывающие существенное влияние на финансовое управление компаниями, показаны в [40]. Более широкое рассмотрение поведения инвесторов и финансовых менеджеров компаний с учетом различий в функционировании финансовых рынков и наличия национальных традиций и ценностей дано в [28].

на гармонизированном учете интересов всех стейкхолдеров, достигнутом балансе интересов. По мнению автора концепции управления «переосмысленной» стоимостью М. Дженсена, целевая функция компании, в которой учитываются интересы всех стейкхолдеров, не может быть четко количественно описана. Компания получает многокритериальную функцию, в которой выявляется вклад разных групп стейкхолдеров в стоимость компании.

Контрольные вопросы

1. В чем особенность стоимостной модели анализа компании и какие внешерыночные условия и подвижки в системе управления компанией необходимы для ее внедрения?
2. Какие преимущества и кому дает переход к системе управления стоимостью?
3. Какие блоки управления затрагивает система управления стоимостью?
4. В чем различие моделей управления стоимостью, продвигаемых на рынок крупными консалтинговыми компаниями?

ОСНОВНЫЕ КОНЦЕПЦИИ, ФОРМИРУЮЩИЕ ПРИНЦИПЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА В КОМПАНИИ

Глава 4

Концепция жизненного цикла и финансовые кризисы организации

4.1. Этапы развития компании

Концепция жизненного цикла организации (ЖЦО) позволяет сформулировать продуктивные рекомендации в стратегическом менеджменте, в управлении инновациями и организационными изменениями. Наиболее известные модели, показывающие развитие компании в зависимости от ряда факторов, принадлежат Л. Грейнеру и И. Адизесу. В рамках этих моделей на развитие организации влияют следующие факторы:

- возраст;
- размер (диагностируемый либо по ежегодной выручке, либо по рыночной или балансовой оценке активов);
- темпы роста отрасли;
- организационные кризисы (этапы эволюции и революции).

Для понимания финансовых кризисов, подстерегающих все компании современного рынка, эта концепция стала привлекаться сравнительно недавно. Главные ее положения можно найти в работах И. Адизеса; среди них [6]:

- «все живые существа от рождения до смерти проходят в своем развитии стадии роста и угасания, следуя кривой, напоминающей по форме арку»;

- развитие любой организации, так же как живых организмов, не проходит без кризисов и трансформаций. У организации встречаются как болезни роста, которые она может преодолеть самостоятельно, так и патологии, которые представляют угрозу для существования ее на рынке и требуют специфических «лечебных процедур». Управление на каждой стадии должно быть подчинено развитию компании (преодолению кризисов). На каждой стадии ЖЦО должны применяться свои наборы инструментов разрешения кризисных ситуаций. «Различные подразделения организации могут находиться и обычно находятся на разных этапах жизненного цикла»;
- «организации отнюдь не обречены на увядание и старение. Бизнес-организации могут в течение очень долгого времени, а возможно, и бесконечно оставаться на пике жизнеспособности или где-то рядом». Такой пик И. Адизес называет расцветом. Модель ЖЦО И. Адизеса позволяет выделить несколько стадий развития, которые различаются по применению управленческих технологий, организационному климату и корпоративной культуре.

Традиционно в рамках концепции ЖЦО выделяют пять или шесть этапов (и соответственно кризисов) в развитии компании. Наступление следующего этапа, как правило, порождается возникновением и преодолением специфических противоречий, кризисов. В литературе эти этапы часто отождествляют с этапами эволюции живого организма, которого атакуют болезни и периоды разбалансировки роста отдельных органов:

- младенчество, или стадия выхаживания, по Адизесу, креативность и детство, по Грейнеру (*seed, early stage*), или «давай-давай» (*start-up*), — эти два этапа часто объединяют одним термином «предпринимательство»;
- юность (*huge growth*), или этап быстрого роста;
- расцвет или зрелость (*maturity*);
- смерть (*liquidation*).

Не все компании доживают до расцвета и зрелости, так же как и не все уходят с рынка (умирают). Отдельные патологии могут привести организацию к гибели на этапе младенчества и юности, часто губительными становятся процессы быстрого роста и кризисы зрелого возраста. Выжить и успешно функционировать удается не многим, требуется определенное искусство управления, которое позволит лавировать и выходить обновленными из кризисов.

Одна часть патологий — результат развития рынка в целом (отрасли), например смены форм конкурентной борьбы. Другая часть про-

блем и патологий возникает из-за нарастания противоречий внутри организации, смены целей у собственников и других заинтересованных лиц. Успешный переход к следующему этапу требует осознания нарастания противоречий, выявления моментов постепенной или кардинальной перестройки системы управления и, возможно, бизнес-модели компании. Те организации, которым удается перестроиться, остаются на рынке и продолжают развитие. Задача менеджмента — диагностировать болезни компании и успешно преодолевать кризисы за счет верных управленческих решений.

Симптомы болезней и патологий (кризисов), соответствующие этапам развития компании от зарождения до расцвета, схожи, и это дает почву для их изучения, систематизации и наработки опыта решения проблем трансформации с наименьшими потерями. Наряду с нарастанием организационных противоречий на каждой стадии имеются и типичные финансовые проблемы, связанные с нехваткой или избытком денежных ресурсов. Финансовый директор компании по своим функциям и наличию инструментов может выступать как качественный диагност и врач. Он выполняет в организации две значимые функции:

- диагностирование болезни по финансовым признакам (показателям). Хотя раньше и чаще симптомы обнаруживаются в нефинансовой сфере, однако их сложнее отследить и осмыслить, поэтому часто предпочтение отдается именно финансовой диагностике;
- поддержание финансового здоровья через различные инструменты управления денежными потоками.

4.2. Признаки «здоровой» компании

Главные характеристики «здоровой» компании:

- ликвидность бизнеса (деятельности) и ликвидность капитала собственников. Ликвидность бизнеса отражает достаточность поступлений денежных потоков и наличие ликвидных активов для покрытия текущих обязательств. Ликвидность капитала собственников предполагает наличие свободно выводимых для собственника денежных потоков, т.е. учитывает погашение как текущих, так и инвестиционных обязательств, связанных с сохранением и развитием конкурентной позиции на рынке;
- компенсация инвестиционного риска достаточным уровнем доходности (отдачи) на вложенный капитал. Каждый уровень инвестиционного риска порождает для собственников определенное значение требуемой доходности на вкладываемые средства. Ком-

пенсация принимаемого риска диагностируется через сопоставление зарабатываемой доходности по капиталу собственников с требуемой доходностью;

- финансовая и инвестиционная гибкость. Инвестиционная гибкость предполагает широкий выбор возможностей для инвестирования. Финансовая гибкость — широкие возможности привлечения разных источников финансирования с финансового рынка;
- признание рыночными инвесторами подлинной (внутренней) стоимости компании. Это признание позволяет собственникам «обналичить» вложенный и наращенный ими капитал, т.е. сделать позицию собственника более мобильной, гибкой.

В связи с этим финансовые проблемы компании целесообразно диагностировать по следующим факторам:

- динамика потоков в разрезе трех направлений деятельности — операционной, инвестиционной и финансовой (рис. 4.1);
- зарабатываемая доходность как по всему вложенному капиталу, так и по собственному в сопоставлении этих величин с требуемыми ставками доходности, устанавливаемыми с учетом риска;
- ситуация рационирования на рынке капитала и невозможность использования различных источников финансирования;
- ситуация существенного расхождения подлинной (внутренней) оценки капитала компании с мнением рыночных инвесторов или потенциальных покупателей бизнеса.

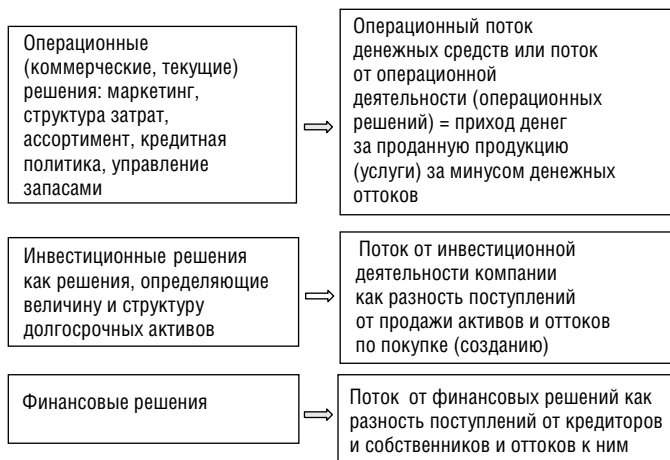


Рис. 4.1. Управленческие решения в компании

4.3. Финансовые кризисы и роль финансовой службы

Рассмотрим основные этапы развития компании и меняющуюся роль финансово-экономической службы (ФЭС).

Этап 1 — возникновение бизнес-идеи и осознание ее как возможного источника получения дохода. Часто на этом этапе наблюдается неформальная организационная структура с невыделенной позицией финансового директора. Главная задача финансиста на этом этапе — оценить возможность получения денежных средств от операционной деятельности в результате вывода на рынок бизнес-идеи, т.е. проверить расчетами возможность перевода бизнес-идеи в способ зарабатывания денег, провести экономический анализ вариантов построения бизнеса и рекомендовать наиболее устойчивую модель с точки зрения ликвидности. Часто эту задачу решает сам собственник-предприниматель.

Реализация бизнес-идеи требует первоначальных инвестиций, т.е. порождает инвестиционные оттоки, поэтому второй задачей финансиста становится привлечение источников покрытия инвестиционных затрат. Как правило, на первом этапе вложения осуществляются за счет средств генератора бизнес-идеи — предпринимателя и его семьи. Залог финансового выживания компании на этом этапе — достаточность средств для выхода на рынок.

Этап 2 — предпринимательский (детство). К этому моменту заканчивается проверка бизнес-идеи на возможность присутствия на рынке. Происходит окончательный выбор бизнес-модели, позволяющей генерировать денежные потоки в рамках операционной деятельности. Однако эти потоки часто неустойчивы, сильно зависят от рыночных и специфических факторов (поведения поставщиков, конкурентов). Типичная «финансовая болезнь» — убыточность, т.е. невозможность покрыть все издержки (включая капитальные) выручкой. Как правило, за анализируемый месячный или квартальный периоды компания имеет положительный накопленный операционный денежный поток, но отрицательную прибыль.

Даже для прибыльных компаний одной из форм конкурентной борьбы становится предоставление покупателям отсрочек платежа (товарных кредитов). Как результат, растет дебиторская задолженность, которая на этом этапе не может компенсироваться соответствующей величиной кредиторской задолженности. У компании еще нет лояльных поставщиков, которые на последующих этапах выступают как «естественные» кредиторы. Возникает еще одна нагрузка на де-

нежные оттоки — требуются инвестиции в растущие с объемами деятельности оборотные активы (дебиторскую задолженность и запасы).

Эти проблемы находят выражение в кассовых разрывах — эпизодических ситуациях потери платежеспособности, когда поступление денег не совпадает со сроками необходимых платежей. Часто срабатывает закон «финансового бутерброда», когда все счета на оплату группируются именно к той дате, по которой отсутствуют деньги на счетах или в кассе. Если ситуации потери платежеспособности становятся хроническими, то компания нередко прекращает свою деятельность.

Главный финансовый фактор успеха на этом этапе — достаточность финансовых ресурсов. Как правило, предприниматель (как генератор бизнес-идеи), собственник (владелец финансового капитала) и менеджер — одно лицо. Даже при наличии нескольких собственников или собственника-предпринимателя (который вносит предпринимательский талант в основной капитал компании) и собственника-инвестора (владельца финансового капитала, которого часто называют «бизнес-ангелом» или благодетелем) их вера в бизнес-идею не дает разойтись финансовым интересам и не порождает кризисов управления (лидерства). «Смерть» организации наступает только при нежизнеспособности выстроенной модели бизнеса, которая не обеспечивает стабильный денежный поток и требует постоянных инвестиционных оттоков.

Малый размер бизнеса позволяет работать в рамках централизованной управленческой системы с неформализованным распределением обязанностей, отсутствием положений и регламентов, закрепляющих ответственность. Финансист может выполнять самые разные функции, начиная от постановки бухгалтерского учета до налоговой оптимизации и подбора кадров. Часто в качестве действительно значимой финансовой работы на данном этапе собственники компаний рассматривают налоговую оптимизацию.

К главным финансовым задачам на этом этапе относят:

- учет и контроль над текущими и инвестиционными затратами;
- обеспечение руководства и собственников достоверной финансовой информацией, на базе которой можно принимать решения;
- выстраивание процессов планирования денежных поступлений.

Творческие способности финансиста проявляются в своевременном диагностировании и предвидении временных моментов потери платежеспособности, выявлении слабых мест в управлении затратами и доходами. Налоговая оптимизация и налоговое планирование — важные, но не единственные области применения финансиста на этом этапе жизни компании.

Если бизнес-идея жизнеспособна и уже на этом этапе компания работает прибыльно, то собственники (особенно малых компаний) часто не видят необходимости в финансовой работе. В их наивном представлении основная задача финансиста — составить отчет для налоговых органов, так как все нужные цифры относительно действительной картины бизнеса хорошо укладываются в голове первого лица. Для целей учета (прежде всего финансового и налогового) на этом этапе в целях экономии финансовых средств приглашается «приходящий» бухгалтер, задача которого — раз в квартал составлять отчетные формы, оформить платежные документы по налогам и представить их в налоговую инспекцию. Отслеживание денег на счетах и в кассе, выплаты собственникам — второй блок стандартных функций финансиста компании.

С другой стороны, нередко встречаются ситуации гипертрофированности финансовой службы, точнее, ее бухгалтерского направления. В некоторых отраслях в государственные органы предоставляют большой объем отчетной финансовой информации (например, в Федеральную службу по тарифам или Федеральную антимонопольную службу). Как результат, бухгалтеры составляют львиную долю численности всех работников функциональных подразделений, а помещения для хранения документации занимают более половины административных площадей (так как обязательный срок хранения документов составляет пять лет). На этом этапе бухгалтерия часто является единственным подразделением ФЭС, а финансовый директор — обязательно главным бухгалтер и, возможно, кто-то еще по совместительству, порой позиция финансового директора в компании вообще не обозначена.

В литературе первые два этапа развития компании часто называют *предпринимательскими*, так как невозможно четко разделить позиции собственника и инициатора — управляющего бизнесом. Собственность, оперативный и стратегический контроль сосредоточены в одних руках. На следующих этапах происходит постепенное разделение собственности и контроля, что порождает специфические управленческие проблемы и кризисы и накладывает отпечаток на финансовые решения, а также порождает специфические затраты (например, на мониторинг действий менеджмента).

Этап 3 — быстрый рост (юность). Это один из самых сложных этапов в развитии организации, на котором много ловушек. С одной стороны, жизнеспособная модель бизнеса начинает генерировать растущий денежный поток, деятельность становится прибыльной. С другой — часто заканчивается предпринимательская энергия, дают о себе знать

отложенные потребительские интересы собственников. Собственники-предприниматели впадают в заблуждение, что бизнес может развиваться сам по себе, без усилий и трансформаций, достаточно только «подбрасывать поленья в топку паровоза» — инвестировать в расширение объемов деятельности (увеличивать присутствие на рынке).

Как результат, распространенная управленческая болезнь — потеря операционного контроля. Это *первая ловушка*, когда неформальное распределение функций приходит в противоречие с растущей потребностью в систематизации процессов, их проверке на целесообразность. На этом этапе часто требуется корректировка бизнес-модели. Чем быстрее растут денежные потоки и объемы деятельности, тем в большей степени директивный стиль управления с неформализованными отношениями приходит в противоречие с растущим числом процессов и их исполнителей. Отсутствие четкой системы разграничения полномочий, отказ от передачи части управленческих решений наемным работникам порождают аврал, а предпринимательский талант собственника попросту выгорает. Знаний собственника-предпринимателя в области финансов, маркетинга на этом этапе уже часто не хватает для обеспечения контроля и принятия инвестиционных решений. Типичная проблема этого этапа — решение большинства проблем на уровне интуиции, спонтанно ухваченных идей и опыта. Не хватает знаний основателей и для упорядочения процессов, формализации принятия решений, обеспечения текущего и долгосрочного планирования.

В финансовой сфере спонтанность кредитной политики порождает «снежный ком» дебиторской задолженности. Ошибки и отсутствие контроля в снабжении и маркетинге приводят к замораживанию средств в запасах. Привлечение нового персонала, включая менеджеров, вызывает катастрофический рост затрат на заработную плату административного персонала, в том числе оплату труда работников ФЭС. Учет и формирование отчетных документов часто дублируется для устранения ошибок. Из-за недооценки автоматизированных средств учета и контроля многие функции ФЭС выполняются вручную или с применением простейших инструментов (например, Microsoft Excel), интуитивно.

Первоочередное средство лечения этой болезни — постановка управленческого учета, контроль и управление затратами, жесткий финансовый контроль над дебиторской задолженностью, регламентация финансовой деятельности. В структуре ФЭС наряду с бухгалтерией появляется еще одна служба — подразделение финансового контроля. Функции собственно финансиста расширяются — теперь это

и обеспечение свободного движения денег, и нормирование на базе управленческого учета, и контроль над затратами и активами.

На этапе роста требуется формализация в распределении функций, в том числе финансовых. Помощь со стороны финансиста состоит в разработке положений, правил, инструкций, регламентирующих бизнес-процессы, за которые отвечает ФЭС. Базовые функции (учет, бюджетирование, привлечение финансирования, проведение платежей, отчетность) регламентируются соответственно учетной, бюджетной, кредитной политикой, порядком проведения платежей, составления финансовой отчетности. Необходима также регламентация порядка управления персоналом ФЭС, например положение о финансовом блоке (департаменте, управлении, службе и т.д.), должностные инструкции, положение о мотивации сотрудников финансового блока и т.п. Обязательным элементом становится система обеспечения коммуникаций между отделами внутри финансового блока, так как часто происходит дублирование информации, и функций.

Если компания работает прибыльно, имеются ликвидные активы (например, запасы, дебиторская задолженность), то кредиторы готовы предоставить в распоряжение компании заемные средства. Часто займы предоставляются под надежное обеспечение, предполагают целевое использование (оборотные активы) и не очень дешевы, так как оценить уровень кредитного риска достаточно сложно из-за определенной непрозрачности бизнеса. Для финансиста компании очень важно на этом этапе не допустить работы на дорогах для бизнеса источниками финансирования, когда проценты по займам превышают доходность по суммарно вложенному капиталу.

На этапе быстрого роста компанию подстерегает и *вторая ловушка*, связанная с инвестиционными решениями. С одной стороны, у предприятия может быть достаточно собственных средств для инвестирования в развитие бизнеса. С другой — растущий рынок требует все больше и больше вложений, чтобы не упустить долю рынка. На этом этапе выбранная бизнес-модель должна быть уточнена на характеристику роста (внутренний (органичный) рост через создание материальных активов или внешний рост через слияния и поглощения, специализированный или диверсифицированный рост и т.п.). Вместе с тем для выбора модели развития требуются специальные знания в области инвестиционного анализа, сопоставления рыночных альтернатив. Привлеченный на этапе «детства» бухгалтер-счетовод часто не может решить эти задачи. Как следствие — компания отказывается от инвестиционных возможностей. Ведь с точки зрения бухгалтера-счетовода любая инвестиция означает изменение сбалансированной картины

активов и обязательств. Фактически функции аналитики и инвестиционного планирования должен брать на себя предприниматель-собственник, который может не обладать достаточным багажом профессиональных знаний.

В структуре ФЭС появляется подразделение инвестиционного планирования, или инвестиционной аналитики. В ряде случаев из структуры ФЭС выводятся функции разработки стратегии, для чего создается отдельное функциональное подразделение (по развитию), которому подчиняется отдел инвестиционного анализа, занимающийся оценкой инвестиционных предложений. Те компании, которые реализуют стратегию внешнего роста (через слияния и поглощения), формируют подразделение корпоративного финансирования. Для привлечения денежных средств создается казначейская служба, занимающаяся работой с финансовыми учреждениями.

Для адекватного решения задач, связанных с долгосрочным планированием, необходимы автоматизированные системы (и учета, и моделирования). Как правило, это требует существенных денежных вложений и управленческих усилий. Нередко инициатива автоматизации учета, планирования исходит именно от финансиста. Как результат, в компаниях IT-служба оказывается в подчинении финансового директора. Однако не всегда собственники-основатели понимают необходимость и значимость таких преобразований, и компании попадают в «кризис непрофессионализма».

Реализация крупных инвестиционных проектов часто заставляет активно общаться с финансовым рынком, чаще всего с банковским сектором экономики. Здесь уже важно не просто составить финансовую отчетность, прогнозные оценки, но и уметь подать информацию, представить грамотный бизнес-план и заявку на финансирование. Если возможности привлечения заемного капитала исчерпаны, то компания вынуждена привлекать внешний собственный капитал (становиться публичной). Это порождает специфические проблемы, связанные с выработкой решений, удовлетворяющих не только основателей бизнеса, но и рыночных инвесторов, включая таких профессиональных игроков, как фонды прямого инвестирования, хедж-фонды, которые имеют свои критерии оценки эффективности компании и специфические целевые установки (например, относительно горизонта получения выгод).

Даже при работе на внутреннем собственном капитале возникают конфликты интересов между собственниками, когда одни уже готовы «зафиксировать результат» и получать значимые дивиденды от реализованной бизнес-идеи, а другие видят новые перспективы разви-

тия и готовы опять рискнуть всем, перенеся бизнес-идею на более высокий уровень реализации (региона, страны, глобального рынка). Именно на этом этапе быстрого роста возникает потребность посмотреть на результаты деятельности компании со стороны рынка. Часто собственники заказывают профессионалам оценку бизнеса для понимания возможных выгод при его продаже, так как нередко получают предложения «продать долю» как со стороны менеджеров, так и рыночных инвесторов (например, со стороны фондов прямых инвестиций). *Третья ловушка* — распределение прибыли.

Четвертая ловушка роста — дилемма инсайдерского контроля. Поддержание роста на уровне рыночного (отраслевого), чтобы не потерять занятую с боями долю на рынке, требует значительных финансовых вливаний. Темпа устойчивого роста (с сохранением финансового рычага и операционной политики в управлении затратами, запасами, дебиторской задолженности и т.п.) становится недостаточно для удержания занятых рыночных позиций. У собственника-предпринимателя возникает дилемма: либо пойти по пути потери полного контроля через привлечение нового внешнего собственного капитала (новых акционеров), либо в существенных размерах привлекать заемный капитал, что также ограничивает многие действия собственника и требует гораздо большей открытости и подотчетности, чем государственные органы, либо отказаться от роста, полностью сохранив контроль над организацией со стороны первоначальных собственников (например, семьи). Отказ от роста сопровождается переходом к стратегии узкой специализации с фиксированным, слабо растущим рынком спроса.

Процесс передачи значимых функций от исходных собственников бизнеса к наемным работникам часто проходит болезненно. Наемные работники могут не разделять жизненных ценностей и предпринимательских принципов основателей, но при этом являться отличными профессионалами в своей области. Для качественного принятия решений нужно обладать достаточным количеством информации, которая должна собираться, аккумулироваться, обрабатываться под специфические задачи. Часто раскрытие информации сторонним лицам видится собственниками как потеря контроля, а в конечном счете — потеря бизнеса. Собственники-предприниматели до видимых проявлений кризиса держатся за право обладания всей информацией о происходящих событиях. Более того, сама культура предпринимательского бизнеса противится формализации со всеми возможными огрехами бюрократизма. Кроме того, полученные знания в отдельных областях не всегда гарантирует возможность увидеть всю картину бизнеса цели-

ком. «Каждый специалист подобен флюсу», как верно отмечал Козьма Прутков. Как результат — он «тянет одеяло на себя».

Решаться менеджерская проблема профессионализма и боязни потери контроля может либо через рост менеджерских знаний у собственников-предпринимателей, либо через привлечение внешних консультантов. Еще один вариант — передача полномочий наемным управленцам-профессионалам. По мнению И. Адизеса, переход к зрелости должен сопровождаться минимизацией рисков зависимости компании от интересов одного лица, даже если это основатель-собственник. Первый вариант трансформации управления более приемлем, если болезнь распознана на ранней стадии и денежные потоки позволяют собственнику частично оторваться от дел и получить дополнительное образование. Пример бурного роста бизнес-школ в Российской Федерации подтверждает гипотезу о желании предпринимателей-собственников конкурировать с наемными менеджерами в области профессиональных компетенций. Вариантом этого пути является поиск профессиональной замены в лице детей или близких родственников (именно по такому принципу идут семейные компании типа французской «Мишлен»). Однако и путь наращивания собственного профессионализма, и вариант активного привлечения консультантов или передачи дел наемным менеджерам таят в себе специфические риски и прямые и косвенные затраты. Решение этой дилеммы зависит как от степени развития рынка консультационных услуг в стране, качества развития финансового рынка, так и от позиции основателей бизнеса (их психологических качеств, возраста, семейного положения).

Этап 4 — зрелость. Он сопровождается выходом на стабильные темпы роста и фиксацией определенной доли на рынке. Это этап окончательного ухода от дел собственника-основателя и разделения функций владения и контроля. Так как выход на этап зрелости требует определенного временного промежутка, то предприниматели — основатели бизнеса по естественным причинам старения и потери предпринимательской креативности вынуждены все больше функций передавать наемным менеджерам. Часто переход компании на этап зрелости, когда выстроенная бизнес-модель передается в руки наемным менеджерам, сопровождается превращением собственника-предпринимателя в рыночного инвестора. Переход к этой позиции существенно расширяет круг потенциальных инвестиций и возможных уровней доходности: это не только созданная предпринимателем компания, но и все доступные на рынке интересные инвестиционные варианты. Такая смена позиции собственника меняет требования отдачи по капиталу

компании. Диверсификация капитала собственника позволяет перейти к более низким уровням требуемой доходности.

Типичная болезнь этого этапа — конфликт интересов «собственник — наемный менеджер». Появление новых «первых лиц» в компании не только порождает психологическое отторжение чужака, но и требует согласования финансовых и нефинансовых целей у менеджеров и собственников, различных групп владельцев капитала. На этом этапе из-за появления большого количества собственников-аутсайдеров (рыночных инвесторов) в компаниях создаются советы директоров (наблюдательные советы). Часто в структуре ФЭС создается служба внутреннего аудита. Разумно, когда руководитель службы подчинен не финансовому директору, а непосредственно собственникам (например, совету директоров) или находится в двойном подчинении, как и финансовый директор.

Но и на пути создания советов директоров компанию подстерегают типичные управленческие ловушки. Например, совмещение позиций лиц, участвующих в совете директоров и правлении (менеджменте компании), когда почти все члены совета директоров — исполнительные директора: это *первая ловушка* — так называемая ловушка двойного подчинения. В такой ситуации члены совета директоров не в состоянии вырабатывать стратегию, абстрагируясь от насущных задач своих подразделений. *Вторая ловушка* — потеря акционерами фактической функции контроля, так как и наем топ-менеджеров, и контроль над ними, и выработка политики развития переходят к такому органу, как совет директоров, который по своему статусу не очень расположен к принятию риска. Причина состоит в неограниченной ответственности членов за принимаемые решения. Возникает парадокс, когда менеджеры готовы в большей степени принимать риски, чем «трансформированные собственники» — члены совета директоров. Это действительно одно из слабых мест современных крупных корпораций. Решение проблемы часто видится в приглашении в совет независимых директоров с большим опытом и репутацией, достаточным личным капиталом. Однако утверждать, что правила формирования состава совета, ротации членов, требования к их компетенции полностью снимают проблему оппортунистического поведения, нельзя.

Ключевое качество, которое часто требуется от финансового директора на этом этапе, — интеграция бизнес-процессов. Обладая широким спектром информации, имея возможность ее сопоставлять (так как она выражена в денежной форме), финансист в состоянии выявить дублирование функций, оценить качество роста в рамках альтернативных вариантов развития. В его компетенции находится проверка

вариантов стратегического развития компании на жизнеспособность. Заметим при этом, что за разработку стратегии перед собственниками несет ответственность генеральный директор, а финансист — один из его помощников в реализации этой функции. Второе требуемое качество — умение разговаривать с рынком капитала, понимать интересы рыночных (портфельных) инвесторов и удовлетворять их стремления по получению денежных выгод от присутствия в рядах акционеров.

Если на начальной стадии развития компании финансисту достаточно было организовать бухгалтерский и налоговый учет, предоставление акционерам стандартной финансовой отчетности, на стадии бурного роста привлечь капитал и отладить бюджетирование, то в крупной растущей компании этих функций уже недостаточно. Современный финансовый директор вынужден контролировать всю операционную деятельность компании снизу вверх, принимать самое непосредственное участие в выработке и доведении корпоративной стратегии от собственников (совета директоров) до низовых звеньев. Характерная черта современной финансовой работы — вывод на аутсорсинг отдельных рутинных функций, таких, например, как бухгалтерский учет, налоговое планирование. За таким решением стоит несколько соображений:

- стремление минимизировать затраты;
- воспользоваться накопленными знаниями, новациями в области учета;
- перераспределить акценты (с учетной работы на аналитическую, плановую).

Ключевое требование к финансисту на этапе зрелости — оценить созданный бизнес и выстроить рычаги наращивания рыночной оценки капитала, согласовать финансовые интересы собственников и на этой базе обосновать финансовую стратегию, увязанную с общей стратегией развития компании. Для сохранения доли на рынке часто требуется большая работа по привлечению нового капитала (заемного и собственного). Важный элемент договоренности между группами собственников, а также собственниками и менеджерами на этом этапе — как будет распределяться заработанный финансовый результат (прибыль), потребуют ли собственники дивидендов или согласятся на ожидание роста их вклада в терминах рыночной стоимости.

Договоренность с менеджерами важна, так как передача функции управления наемным управленцам таит еще одну опасность для собственников — некорректное (оппортунистическое) поведение менеджеров. Это может выражаться как в прямых убытках для собственников (через оттягивание части денежных потоков или вывод

активов), так и в косвенных потерях упущенной выгоды (через слабые усилия по управлению бизнесом, отказ от выгодных инвестиционных программ).

На академическом языке потери (прямые и упущенные) собственников, связанные с ненадлежащим поведением, диктуемым собственными интересами наемных менеджеров, носят название **агентских затрат**. Чем хуже выстроены системы договоренностей, контроля и мотивации, тем больше при прочих равных агентские затраты, а значит, меньше стоимость бизнеса по сравнению с потенциально возможной (гипотетической оценкой).

Один из часто используемых вариантов снижения агентских затрат — паллиативность передачи полномочий. Профессиональным наемным менеджерам передаются отдельные функции (бухгалтерский учет и отчетность, финансовый контроль и оперативное движение денег, логистика, маркетинг), а общее руководство, включая аналитику и разработку стратегии, остается за собственником. Для согласования интересов и методов управления (по сути, для интеграции бизнес-процессов) в компании создается коллективный управляющий орган. В результате единоначальное управление в лице генерального директора сменяется коллегиальным правлением. Как правило, собственник-предприниматель оставляет за собой позицию председателя правления, а основатели сохраняют ведущие позиции в правлении в соответствии с интересами и накопленными знаниями.

На этапе роста и зрелости структура капитала становится значимым фактором в конкурентной борьбе. Несбалансированная структура капитала приводит к тому, что капитал компании обходится дороже, чем основным конкурентам. Как результат, компания проигрывает в инвестиционных решениях и в создании стоимости. Решение проблемы роста за счет заемного капитала ограничено:

- во-первых, обоснование оптимальной с точки зрения создания стоимости и роста бизнеса пропорции между собственным и заемным капиталом (на академическом языке — выбор структуры капитала) — сложная профессиональная задача, для решения которой требуется грамотный финансовый директор¹;
- во-вторых, интересы владельцев собственного и заемного капитала не совпадают.

Возможно возникновение своеобразного агентского конфликта (так называемого конфликта второго рода: собственник — кре-

¹ Достоинства и недостатки работы на заемном капитале, а также рекомендации по обоснованию оптимальной структуры источников финансирования рассмотрены в главе 22.

дитор) и еще одного вида агентских затрат, которые могут оказаться не меньше затрат, порождаемых конфликтами между собственниками и менеджерами.

Этап 5 — уход с рынка (смерть). Отказ от внешних источников финансирования и соответствующее снижение темпов роста часто приводят к потере рынка или влекут за собой трансформацию бизнеса. Типичный пример смерти — поглощение компании более крупными конкурентами (что произошло с пивоваренными компаниями Российской Федерации со стороны зарубежных транснациональных корпораций), более мягкий вариант — замена бизнес-модели и уход в узкоспециализированный сегмент рынка.

Выход из бизнеса через продажу компании требует специфических знаний со стороны финансового директора. Важно провести предпродажную подготовку, «выровнять отчетность», показать на цифрах перспективы и достойную им цену бизнеса.

Выбор пути привлечения внешнего собственного капитала ставит перед собственником и финансовым директором задачу создания и демонстрации инвестиционной привлекательности бизнеса, которая неотделима от открытости (прозрачности, транспарентности). Новые собственники появятся и станут довольствоваться миноритарной долей, только если будут уверены в корректности поведения управляющего (собственника или подконтрольного ему наемного менеджера). Если собственник-предприниматель соглашается передать контрольный пакет в чужие руки, то главная задача для него — оговорить и обеспечить финансовые интересы в функционирующем бизнесе, которые часто сохраняются и в случае, если предприниматель оставляет за собой позицию генерального директора (*CEO*), как это сделал А. Коркунов при продаже контрольного пакета кондитерской фабрики в 2006 г.

Однако знаний и опыта, а часто и репутации часто бывает недостаточно, чтобы, продав контрольный пакет, сохранить руководящие позиции в компании. Собственник переходит в ряды рыночных инвесторов и смотрит на созданную им компанию уже с рыночных, а значит, альтернативных позиций. Видение бизнеса у отцов-основателей меняется: теперь созданная ими организация на рынке становится одним из инструментов получения дохода. Важное требование — чтобы по этому инструменту получаемая доходность соответствовала рискам ожидаемых выгод. Финансовая задача роста стоимости становится центральной, а реализация качественной системы менеджмента и корпоративного управления обеспечивает ее достижение.

Контрольные вопросы

1. Каковы пять этапов развития организации и ее организационные кризисы? Охарактеризуйте их.
2. Какая компания может быть названа «здоровой»?
3. Почему каждому этапу развития компании соответствуют свои финансовые проблемы?
4. Какие типичные финансовые кризисы подстерегают компанию на этапе младенчества?
5. Какие типичные финансовые кризисы подстерегают компанию на этапе быстрого роста?
6. Какие типичные финансовые кризисы подстерегают компанию на этапе зрелости?
7. Как меняются функции финансовой службы и финансового директора по мере развития компании?

Концепция справедливой рыночной стоимости и современная финансовая аналитика

5.1. Балансовая стоимость компании как затратная оценка и справедливая рыночная стоимость как инвестиционная оценка

Базовое положение современного финансового управления — рассмотрение в качестве целевой функции принятия управленческих решений в компании и критерия оценки эффективности рыночной стоимости (*market value, MV*) частного хозяйствующего субъекта рынка (фирмы). При этом бизнес компании рассматривается как непрерывно функционирующий (*going concern*), работающий в конкурентных рыночных условиях, а источник создания новой стоимости — имеющиеся и создаваемые конкурентные преимущества, овеществленные в стратегических ресурсах. Понятие рыночной стоимости многогранно и при разных постановках задач (оценочная деятельность, финансовая аналитика) получает новое содержание.

При постановке финансового управления важно, что рыночная стоимость противопоставляется *балансовой (затратной, учетной) оценке компании (book value of firm)*. Балансовая оценка компании отражает учетный взгляд на активы и капитал компании. Это связано, во-первых, с тем, что большая часть активов в рамках бухгалтерского учета отражается по цене приобретения (с учетом износа). В этом смысле это затратная оценка, отражающая ранее понесенные затраты. Во-вторых, что более важно, рассматриваются только те активы (ресурсы), которые распознают принципы и правила учета и отчетности, компания рассматривается как простой, механически набранный (суммированный) набор этих активов. Соответственно балансовая (учетная) оценка всего капитала компании как суммы собственного (*equity, E*) и заемного (*debt, D*) отражает сумму всех задействованных для реализации целей активов по их обособленным стоимостям:

$$BV = E + D = \sum_i Asset_i.$$

Взаимосвязь активов и возникающие при их использовании отношения игнорируются. Для успешно функционирующей на рынке компании такой взгляд на оценку компании приводит к существенному занижению стоимости, так как выстроенные отношения с персоналом, клиентами, государственными органами, социумом представляют большую ценность в современном мире и дорогого стоят. Балансовая оценка, даже если она проводится с корректировкой активов на их рыночные цены, не учитывает этих аспектов ведения бизнеса.

Под **рыночной стоимостью** понимается сегодняшняя оценка компании с точки зрения будущих денежных выгод, которые она может принести владельцам финансового капитала (инвесторам) в рыночных условиях. Поэтому в ряде случаев в литературе такая трактовка оценки компании называется инвестиционной стоимостью¹.

Многогранность рыночной стоимости компании связана с тем, что на развитом рынке по большинству компаний можно найти как наблюдаемую оценку этой стоимости (типично используемый термин — капитализация), так и расчетную (аналитическую, т.е. полученную по определенному алгоритму). Расчетная стоимость может быть получена при различных предположениях и на базе различной информации. Так как речь идет о будущих выгодах, создаваемых компанией для своих владельцев капитала, и не всегда потенциально доступные выгоды могут быть реализованы усилиями менеджеров по причине плохого качества управления, то в финансовом управлении становится важной гипотетическая или вмененная стоимость, на достижение которой должна быть нацелена команда менеджеров. Попытаемся разобраться с множеством терминов, появившихся в профессиональном финансовом языке с появлением стоимостной модели финансового анализа компании. Следует отметить, что терминология еще не устоялась в русском языке и часто наблюдаются досадные промахи в переводе.

Если стоимость рассматривается с позиции оценки выгод владельцев только собственного капитала, то возникает термин «акционерная рыночная стоимость». Если учитываются интересы финансовых и нефинансовых заинтересованных лиц, то правильнее говорить об оценке компании в терминах стейкхолдерской стоимости. Для обозначения текущей оценки выгод всех финансовых владельцев капитала (собственного и заемного) будем использовать термин «рыночная стоимость компании, фирмы» (*value of firm*).

¹ Известный учебник А. Дамодарана, раскрывающий особенности расчета рыночной стоимости разных активов и компаний, озаглавлен «Инвестиционная стоимость».

Справедливая, или обоснованная (целевая), рыночная стоимость (fair market value) — обобщенный термин, характеризующий расчетные оценки компании (бизнеса), которые базируются на приведении к сегодняшнему моменту будущих денежных выгод финансовых владельцев капитала с учетом временной стоимости денег и риска (вероятности) получения выгод. В зависимости от информации, на основании которой происходит оценка компании, и от учета позиции миноритарного или мажоритарного владельца капитала появляются различающиеся количественно и терминологически оценки стоимости. Для построения системы финансового управления важна оценка всего капитала компании. Для решения отдельных управленческих задач (например, продажа бизнес-единицы или бизнес-направления) бывает важна оценка именно собственного капитала, расчет справедливой акционерной стоимости. Все дальнейшие определения могут быть применены как к оценке всей компании (всего капитала и активов), так и к оценке собственного капитала.

Внутренняя, или подлинная, истинная стоимость (intrinsic, true value) — расчетная оценка капитала компании (всех ее активов) с позиции получения выгод существующими инвесторами компании, которая получена на основе всей имеющейся информации по текущей рыночной позиции компании на рынке и о ее стратегических целях. Важно подчеркнуть, что для получения этой оценки привлекается вся как публичная, так и закрытая информация (например, управленческий учет и отчетность).

Фундаментальная стоимость (fundamental value) — расчетная оценка всего капитала компании или только собственного (акционерного), отражающая выгоды владения активами для обезличенного (обобщенного) рыночного инвестора. Как правило, эта оценка формируется на базе общедоступной на рынке (публичной) информации (например, на базе стандартной финансовой отчетности и декларируемых целей и планов). Типичное представление о такой оценке компаний дают аналитические отчеты инвестиционных и брокерских компаний, которые представляют целевые цены акций компаний для портфельных (миноритарных) инвесторов — текущих или потенциальных клиентов этих компаний. Целевая цена, или справедливая цена акции, рассчитывается как отношение фундаментальной оценки собственного капитала к числу обыкновенных акций в обращении. Фундаментальная оценка собственного капитала S может быть рассчитана непосредственно по определенному алгоритму либо через расчет фундаментальной оценки компании V и вычет заемного капитала (*debt*, D):

$$S = V - D.$$

Инвестиционная (investment) стоимость — расчетная оценка выгод, которая делается под конкретного рыночного инвестора на основе доступной для него информации (часто скрытой от широкого доступа) и с учетом возможных дополнительных выгод от привносимых в компанию ресурсов или от объединения бизнеса инвестора с рассматриваемой компанией. Как правило, такой инвестор трактуется как стратегический. Расчет производится на базе прогнозов денежных выгод покупателя (инвестора), оценки его инвестиционных рисков. Инвестиционная оценка компании для стратегического инвестора будет выше оценки для портфельного инвестора, так как отразит его дополнительные выгоды от объединения бизнесов.

Традиционный метод оценки для инвестиционной, подлинной (внутренней) и фундаментальной стоимости — дисконтирование прогнозных денежных потоков, генерируемых активами бизнеса (метод *DCF*). Метод *DCF* позволяет оценить весь капитал компании (найти оценку *V*) и получить непосредственно оценку собственного капитала (акционерную стоимость) как оценку выгод, получаемых именно акционерами (дольщиками).

Гипотетическая, или вмененная (implied), стоимость компании — расчетная оценка, которую имела бы компания, если все фундаментальные параметры, определяющие ее ценность, имели бы среднеотраслевые значения или определялись в гипотетических условиях.

В финансовом управлении особое внимание уделяется двум оценкам:

- подлинной (внутренней), которую компания имеет в текущей момент исходя из выбранной бизнес-модели, системы управления и качества принятия управленческих решений;
- подразумеваемой стоимости, которую компания могла бы иметь через совершенствование ряда параметров, определяющих стоимость (например, через повышение качества менеджмента или корпоративного управления, изменение финансовой структуры или бизнес-модели).

5.2. Признаваемая рыночная оценка компании и собственного капитала

Капитализация отражает наблюдаемую на финансовом рынке оценку компании рыночными инвесторами. Эта оценка может быть названа «признаваемой», так как отражает усредненную оценку различных инвесторов (собственно рынка). Специфика этой оценки — высокая волатильность значений не только по году, но и в пределах дня (из-

менение может составлять от 0,1 до 6—10%, а по некоторым ценным бумагам в кризисные периоды наблюдались падения и на 30%). Эта оценка всегда привязана к дате, хотя для ряда задач используют усредненные значения по месяцу или по году (например, для расчета мультипликаторов типа P/E или $EV/EBITDA^1$). Признаваемых оценок компании и собственного капитала, как и расчетных оценок справедливой рыночной стоимости, несколько.

Различают *общую капитализацию* (*total capitalization, TC*) как оценку рынком всех финансовых активов, выпущенных компанией, и *рыночную капитализацию* (*market capitalization, MC*) как биржевую оценку только обыкновенных акций. Заметим, что привилегированные акции рассматриваются как элемент заемного капитала наряду с купонными и дисконтными облигациями, банковскими ссудами и т.п. Оценка всего собственного капитала осуществляется по наблюдаемому биржевым ценам котированных акций, число которых в свободном (биржевом) обращении (типичный показатель доли таких акций в общем количестве — *free float*) может быть существенно меньше, чем общее число акций в обращении у компании.

Число акций в обращении — это акции на руках владельцев собственного капитала (физических и юридических лиц, номинальных держателей) без учета казначейских акций, т.е. «находящихся на руках» (балансе) самой компании. Если цена акции (биржевая котировка) верно отражает инвестиционные качества бизнеса (т.е. его возможность генерировать выгоды владельцам собственного капитала), то величина рыночной капитализации будет близка к расчетной оценке собственного капитала (фундаментальной акционерной стоимости или фундаментальной оценке собственного капитала). Если акции низколиквидны, фондовый рынок слабо развит или происходит манипулирование рынком, то биржевая цена может быть далека от справедливой стоимости.

Предположение о совершенном рынке как конкурентном рынке кредиторов и заемщиков без финансовых трений (налогов, затрат на доступ к информации, комиссионных по покупке, продаже ценных бумаг) позволяет приблизить два понятия — «рыночная капитализация» и «фундаментальная оценка собственного капитала». В теории финансов эти два понятия никогда не отождествляются. На эффективных рынках (имеется в виду информационная эффективность в трактовке Ю. Фамы, когда в цене акции отражается вся имеющаяся на рынке информация) можно говорить о совпадении трендов

¹ Показатель *EBITDA* (earnings before interests tax, depreciation and amortization) — скорректированная прибыль до вычета процентов, налога на прибыль и амортизации.

фундаментальной оценки и рыночной капитализации и случайном характере отклонений котировок акций от расчетной справедливой стоимости. Случайный характер проявляется в малых величинах амплитуды отклонений и во временной краткосрочности несовпадения. Таким образом, на эффективных рынках биржевая цена хотя и не совпадает в любой рассматриваемый момент со своей справедливой стоимостью, но она достаточно быстро возвращается к ней. Чем менее развиты рынки капитала, тем более дистанцированы биржевые цены акций и их справедливая стоимость. Поэтому на слабо развитых рынках капитала очень сомнительно выстраивать финансовое управление, ориентируясь на такой показатель, как рыночная капитализация.

Поскольку на цену акции оказывают влияние множество факторов несовершенных рынков (низкая ликвидность акций, рыночные ограничения, связанные с осуществлением торгов на бирже, асимметричность информации и ложные информационные сигналы, посылаемые менеджерами компаний, эффекты «толпы»), то в реальном мире следует говорить лишь о степени того или иного приближения рыночной капитализации к справедливой оценке собственного капитала. Чем более эффективен рынок, тем ближе эти величины.

Общая капитализация (total capitalization, TC) — оценка рыночными инвесторами всех элементов капитала компании:

$$TC = MC + MVPref + MVLTBonds + BC,$$

где

MC — рыночная капитализация;

MVPref — наблюдаемая рыночная оценка привилегированных акций (по котировкам);

MVLTBonds (long term bonds) — рыночная оценка долгосрочных облигаций (по биржевым котировкам);

BC (bank credit) — используемые на постоянной основе банковские заимствования компании.

Общая капитализация предполагает достаточно сложный расчет, для которого необходимы биржевые котировки всех элементов привлеченного в компанию капитала. На практике часто используется приближенная оценка, обозначаемая как *EV (enterprise value)* и получившая в русскоязычной литературе названия «капитализация компании» или «рыночная оценка компании»:

$$EV = MC + BVD - Cash,$$

где

BVD (book value of debt) — оценка по балансовым значениям долгосрочных обязательств, привилегированных акций и постоянно используемых краткосрочных платных источников финансирования;

Cash — имеющиеся на текущий момент избыточные денежные средства и их эквиваленты (в простейшем виде эта величина фиксируется по строке «денежные средства и их эквиваленты» (*cash*) в оборотных активах компании по балансу).

Так как внешнему аналитику сложно выделить постоянные элементы краткосрочных обязательств, то часто величина *EV* рассчитывается на основе трех элементов:

- рыночной капитализации;
- зафиксированных в финансовой отчетности платных обязательствах компании;
- накопленных денежных средствах, отраженных в активе балансового отчета.

Иное традиционное представление о рыночной оценке компании дает следующая формула:

$$EV = MC + ND,$$

где ND — чистый долг:

$$ND = BVD - Cash.$$

Самый простой метод расчета рыночной оценки компании — на базе аналогов через устойчивые мультипликаторы (соотношение рыночной оценки и ключевого фактора, определяющего стоимость). Например, если известно, что компании торговли, работающие на развивающихся рынках капитала (т.е. имеющие большой потенциал роста), ценятся на рынке за «четыре капитала» (т.е. рыночная оценка компании в 4 раза превышает балансовую оценку активов), то справедливо соотношение для всех «типичных» компаний данной отрасли (включая рассматриваемую компанию *A*):

$$EV_A = 4BV,$$

где *BV* (*book value*) — балансовая стоимость (активов).

Для того чтобы определить, как дорого будет цениться собственный (акционерный) капитал компании *A*, обозначаемый как S_A (*stockholders value*), следует воспользоваться следующим алгоритмом:

- оценить балансовую оценку активов компании *A*;
- применить мультипликатор «кратное балансовой оценки» к балансовой оценке компании *A*;
- вычесть из найденной рыночной оценки всего капитала используемый в компании *A* заемный капитал (при наличии привилегированных акций их оценка суммируется с заемным капиталом

(обязательствами) компании) и прибавить денежные средства, фиксируемые в активах баланса:

$$S_A = EV_A - BVD_A + Cash_A.$$

Если ставится задача нахождения рыночной оценки одной акции компании A , то, разделив найденную оценку собственного капитала S_A на число обыкновенных акций в обращении, найдем искомое значение.

Численно рыночная стоимость бизнеса традиционно определяется как приведенная к выбранному моменту времени оценка будущих денежных потоков, доступных владельцам капитала компании на рассматриваемом временном горизонте. При этом используется метод дисконтированных денежных потоков (*DCF*). Традиционно временной горизонт жизни компании принимается за бесконечность. Для реализации операции дисконтирования будущих денежных выгод на этом бесконечном горизонте выделяются два или более временных отрезка с заданием на конечных отрезках аналитически прогнозируемых денежных выгод (по той или иной формуле).

5.3. Абсолютные аналитические показатели современного финансового анализа

В современной финансовой аналитике, соответствующей стоимостной модели финансового анализа, традиционные учетные финансовые показатели получают новое содержание, что приводит и к трансформации терминологии. Кратко отдельные терминологические изменения рассматривались в части I книги. Рассмотрим сущность новых аналитических показателей и области их применения более подробно.

Новая трактовка активов и привлеченного капитала. В стоимостной модели финансового анализа внимание акцентируется на рыночной оценке портфеля активов компании, так как активы по отдельности, вне портфельного использования, не всегда имеют вообще какую-либо ценность. Проблема учетного видения активов (например, в рамках балансового отчета) — игнорирование ряда важных ресурсов, определяющих ценность компании. Например, большой ценностью обладает управленческая гибкость (способность перестраивать операционные, технологические, финансовые процессы), которая часто вообще не находит отражения в стандартах финансового учета,

хотя способность извлекать преимущества из непредвиденных обстоятельств на нестабильных рынках очевидно значима. Кроме того, в современных бухгалтерских стандартах (и в Российских стандартах бухгалтерского учета (РСБУ), и в Международных стандартах финансовой отчетности (МСФО)) затраты на научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы (НИОКР), информационные технологии, структурную перестройку компании, маркетинг, создание брендов и торговых марок, команды управленцев, взаимоотношений с поставщиками и потребителями, гарантирующими их долгосрочную лояльность, трактуются как текущие затраты, которые в большинстве случаев не капитализируются¹.

Такая учетная трактовка активов сильно упрощена. Проблема состоит в том, что если до середины XX в. затраты на НИОКР, маркетинг, развитие персонала были незначительными, то в XXI в. именно эти вложения начали определять конкурентное положение на рынке (яркий пример — фармацевтические компании, затраты на НИОКР в которых огромны и составляют 30—40% выручки). По сути эти затраты являются капиталовложениями. В бухгалтерских же стандартах они фиксируются ростом текущих издержек и падением прибыли.

Стоимостная модель компании трактует затраты на создание будущих конкурентных преимуществ как затраты на интеллектуальные или инновационные активы (интеллектуальный капитал), которые должны быть увязаны с будущими доходами. Следовательно, эти расходы должны капитализироваться с последующей амортизацией в течение периода отдачи. Так как увеличивается величина активов, то меняется и оценка вложенного капитала. Сложность и дискуссионность вызывает попытка отнести всю дооцененную величину активов на собственный капитал компании.

У рыночных инвесторов есть и опасения иного рода. Они связаны с наличием агентских конфликтов (например, менеджер — собственник), когда у финансового директора появляется дополнительная возможность манипулировать прибылью через вольную трактовку затрат. Потенциальная возможность в нужный момент трактовать спорные статьи затрат либо как текущие, либо как капитальные может повлечь за собой потерю доверия к раскрываемой компаниями информации.

¹ В соответствии с международным бухгалтерским стандартом IAS (МСФО) 38 все расходы на исследования рассматриваются как текущие. Бухгалтерские стандарты США (US GAAP) допускают капитализацию ряда статей затрат по исследованиям и разработкам (*R&D*). Условием капитализации является альтернативность их будущего использования.

Таким образом, в рамках стоимостной модели анализа возникает понятие *эквивалентов собственного капитала* (*equity equivalents*), которые не распознаются в стандартах учета, но обеспечивают конкурентную позицию компании на рынке, и которые рассматриваются как скрытая выгода собственников.

В стоимостной модели активы (ресурсы) показывают *размещенный* (еще один часто используемый термин — *инвестированный*) *капитал* (*employed, invested capital*). Этот капитал может быть условно поделен на основной и оборотный капитал компании. В *основном капитале* выделяют материальный и интеллектуальный основной капитал, который в свою очередь может быть разбит на ряд составных элементов. Так как стандартов разбиения нет (эти ресурсы зачастую не распознаются в бухгалтерском учете и отчетности), то можно встретить разные варианты выделения элементов интеллектуального капитала. Покажем четыре значимых элемента:

- 1) инновационный капитал (научно-исследовательские заделы, проведенные изыскательские работы, созданные технологии и т.п.);
- 2) человеческий капитал (знания, компетенции, сформированные команды функционального управления и топ-менеджмента, лидерские качества первого лица);
- 3) клиентский капитал (налаженные связи с поставщиками и контрагентами, торговые марки и бренды, патенты, лицензии);
- 4) организационный капитал (созданные регламенты, положения, документооборот и т.п., организационная и финансовая структуры компании).

Оборотный капитал формируется из ресурсов (активов — в учетной терминологии), которые достаточно быстро превращаются в деньги (в пределах производственного и реализационного циклов). Это, например, запасы сырья и материалов, готовой продукции, дебиторская задолженность, собственно денежные средства в кассе, на расчетных счетах и в пути, краткосрочные финансовые вложения (ценные бумаги).

Заметим, что инвестированный и привлеченный капитал в стоимостной модели анализа не равен валюте баланса в рамках бухгалтерского учета. В стоимостном анализе внимание акцентируется на возможности долгосрочного функционирования бизнеса, следовательно, на той величине ресурсов, которые позволят компании продолжить функционирование в будущем. Как привлеченный капитал рассматриваются финансовые ресурсы, которые, во-первых, являются платными, т.е. порождают определенные денежные оттоки для компании, а во-вторых, используются на постоянной основе.

Подходить с формальных временных позиций к понятию «капитал» (больше года — капитал, меньше года — деньги по зафиксированному договору займа) в рамках стоимостной модели анализа некорректно. Компания может заключать договоры на три месяца и в течение 10 лет постоянно пролонгировать их. Исключать эти средства из объема инвестированного капитала было бы неправильно.

Таким образом, в стоимостной модели анализа важен не формальный критерий разнесения источников финансирования по срокам, а выделение в привлеченных источниках и инвестированном капитале тех ресурсов, которые обеспечат продолжение функционирования бизнеса. Сложности возникают для ситуации систематического использования в компании источников спонтанного финансирования (товарную кредиторскую задолженность, задолженность по налогам, заработной плате) для создания используемых на постоянной основе ресурсов. Ряд аналитиков настаивает на включении таких элементов спонтанного бесплатного финансирования к капиталу.

Наряду с эквивалентами собственного капитала возникает понятие *эквивалентов заемного капитала*, когда заемный капитал, фиксируемый как платный и постоянно используемый в финансовом учете, дооценивается на капитализированные значения лизинговых и арендных платежей.

Новая трактовка денежных потоков и ликвидности капитала. В стоимостной аналитике возникает новая трактовка денежного потока и ликвидности капитала (прежде всего собственного). Анализ совокупного денежного потока за период, который формирует отчет о движении денежных средств, недостаточен. Фактически эта величина показывает разницу между остатками денежных средств на определенные моменты времени (денежные средства и их эквиваленты на конец периода минус величина на начало периода). Низкая величина остатка денежных средств может быть связана с принятием решений о выплате дивидендов в текущий момент времени, с наступлением срока погашения займов, с новыми инвестиционными проектами, развивающимися новые и традиционные направления бизнеса. Большая величина совокупного денежного потока может быть порождена продажей активов, причем их отсутствие может значительно снизить конкурентные преимущества компании.

Рассмотрения потока только от основной (текущей или операционной) деятельности также недостаточно, так как для сохранения бизнеса, возможно, требуются инвестиции в основной и оборотный капитал (в дебиторскую задолженность и в запасы). Кроме того, рос-

сийские и международные стандарты учета позволяют достаточно вольно трактовать операционные оттоки. Например, часто российские компании таким образом отражают не только процентные платежи по заемному капиталу, но и выплачиваемые дивиденды. Выход стоимостной анализ видит в корректном расчете операционного денежного потока (*operating cash flow, OCF*) и введении специфического термина и аналитического показателя «свободный денежный поток» (*FCF*).

В финансовом анализе важен показатель денежного потока за период, который:

- генерирует бизнес в целом (вне зависимости от источников его финансирования);
- отражает возможность функционировать на рынке дальше;
- демонстрирует возможности погашения финансовых обязательств (погашение займов и процентов, выплата дивидендов, выкуп акций).

Один из вариантов конструирования такого показателя — операционный денежный поток (*OCF*). На практике используют три модели его построения.

Модель 1. Исходный пункт — выручка:

$$OCF = (\text{Выручка} - \text{Денежные операционные издержки}) (1 - \text{Ставка налога на прибыль}) + \text{Налоговый щит по амортизации} - \text{Инвестиции в оборотный капитал.}$$

Модель 2. Исходный пункт — прибыль до вычета из нее налогов и процентов по заемным средствам или скорректированная операционная прибыль (*earnings before interests and taxes, EBIT*):

$$OCF = \text{Операционная прибыль} (1 - \text{Ставка налога на прибыль}) + \text{Амортизация} - \text{Инвестиции в оборотный капитал} = (\text{Выручка} - \text{Денежные операционные издержки} - \text{Амортизация}) (1 - \text{Ставка налога на прибыль}) + \text{Амортизация} - \text{Инвестиции в оборотный капитал.}$$

Модель 3. Исходный пункт — чистая прибыль:

$$OCF = \text{Чистая прибыль} + \text{Амортизация} + \text{Процентные платежи по заемному капиталу} - \text{Налоговый щит по заемному капиталу} - \text{Инвестиции в оборотный капитал.}$$

Заметим, что так как при расчете чистой прибыли учитываются неоперационные расходы и доходы (например, от продажи или переоценки активов), то расчет денежного потока по этим трем вариантам

может дать различные значения. Аналитики отдают предпочтение расчету на базе операционной прибыли.

Наиболее близким к такому показателю денежного потока из отчета о прибылях и убытках является *показатель операционной прибыли, скорректированной на амортизационные начисления*.

В финансовой аналитике отмечаются определенные несовершенства показателя операционной прибыли в рамках учетных стандартов (другие определения, которые можно найти в отчете о прибылях и убытках), что порождает переход к таким аналитическим показателям, как «прибыль до вычета процентов и налога на прибыль» (*EBIT*) и «скорректированная прибыль до вычета процентов, налога на прибыль и амортизации» (*EBITDA*, *OIBTDA*¹, *OIBDA*). В англоязычной литературе амортизация по материальным и нематериальным активам обозначается аббревиатурой *AD*. Соответственно показателем, приближенным к операционному денежному потоку (*OCF*), будет *EBITDA* как сумма *EBIT* и амортизации:

$$EBITDA = EBIT + A\&D.$$

Суммирование амортизации с прибылью по основной деятельности подчеркивает ряд ее черт:

- неденежный характер (когда не происходит фактического оттока денежных средств);
- многообразие возможностей отражения в учете этой статьи затрат;
- отсутствие целевой заданности использования этой величины именно на восстановление активов основного капитала (амортизация может быть направлена и на иные цели, включая потребление собственников).

Как правило, публичные коммерческие компании на своих сайтах в дополнение к стандартной финансовой отчетности размещают расчет новых аналитических показателей по собственным методикам. Такие примеры можно найти и по компаниям российского рынка (например, «Северо-Западный Телеком», «ВБД ПП», «МТС» и открытого акционерного общества (ОАО) «Вымпелком»). Крупные информационно-аналитические группы («Блумберг», «Рейтерс») также представляют оценки этих показателей по своим методикам расчета, которые не всегда раскрываются.

¹ *OIBTDA*, operating income before income taxes, depreciation and amortization; *OIBDA*, operating income before depreciation and amortization — операционная прибыль до вычета износа основных средств и амортизации нематериальных активов соответственно.

Пример 1. Типичный пример демонстрации расчета аналитических финансовых и нефинансовых показателей демонстрирует компания ОАО «Вымпелком». Расчетные значения, полученные исходя из данных консолидированной отчетности в стандартах US GAAP (ОПБУ США) за ряд лет, показаны в табл. 5.1.

Таблица 5.1

**Финансовые и нефинансовые показатели
ОАО «Вымпелком»**

Показатель	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.
Финансовые показатели				
Выручка, млрд дол.	3,211	4,867	7,171	10,117
Операционная прибыль, млрд дол.	0,978	1,397	2,206	2,535
<i>OIBDA</i> , млрд дол.	1,571	2,451	3,596	4,860
Чистая прибыль, млрд дол.	0,615	0,811	1,462	0,524
<i>FCFF</i> , млрд дол.	—	0,459	1,305	0,851
Размещенные акции, млрд шт.	0,051	0,051	0,051	0,051
Чистая прибыль на акцию, дол.	12,04	15,93	28,77	10,34
Дивиденды на акцию, дол.	—	—	6,47	—
Цена акции (на конец декабря), дол.	184,55	320,46	845,53	153,06
Рыночная капитализация, млрд дол.	9,424	16,315	42,968	7,760
Нефинансовые показатели				
Общее кол-во абонентов, млн человек	38,00	45,54	51,74	61,03
<i>MOU</i> (Россия), минут	103,6	145,9	192,1	219,1
<i>ARPU</i> (Россия), дол.	7,4	9,6	12,6	13,9

Соответствие показателей из стандартной финансовой отчетности и новых аналитических показателей, используемых российской компанией «Вымпелком» (табл. 5.2), демонстрирует следующий анализ по методике расчета *OIBDA* и *FCF*.

Таблица 5.2

**Отчет о прибылях и убытках ОАО «Вымпелком»
за 2005—2008 г. (на 31 декабря), тыс. дол.**

Показатель	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.
Выручка брутто от реализации (<i>operating revenues</i>)*:				
Сервисная выручка (<i>service revenues</i>)	3 175 221	4 847 661	7 161 833	9 999 850
Выручка от продажи телефонов и аксессуаров (<i>sales of handsets and accessories</i>)	30 478	19 265	6 519	107 946
Прочая выручка (<i>other revenues</i>)	5 419	2 931	6 528	17 190
Выручка всего (<i>total operating revenues</i>)	3 211 118	4 869 857	7 174 880	10 124 986
Налог на выручку, налог на добавленную стоимость (<i>revenue based tax</i>)	—	—1 879	—3 782	—8 054
Выручка нетто (<i>net operating revenues</i>)	3 211 118	4 867 978	7 171 098	10 116 932
Операционные расходы (<i>operating expenses</i>)				
Сервисные затраты (<i>service costs</i>)	514 124	872 388	1 309 287	2 262 570
Закупка телефонов и аксессуаров (<i>cost of handsets and accessories</i>)	28 294	18 344	5 827	101 282
Коммерческие и управленческие расходы (<i>selling, general and administrative expenses</i>)	1 085 807	1 503 615	2 206 322	2 838 508
Амортизация (<i>depreciation</i>)	451 152	874 618	1 171 834	1 520 184
Амортизация (<i>amortization</i>)	142 126	179 846	218 719	360 980
Обесценение основных средств (<i>impairment of long-lived assets (note 10)</i>)	—	—	—	442 747
Резервы по сомнительной дебиторской задолженности (<i>provision for doubtful accounts</i>)	11 583	21 848	52 919	54 711
Операционные расходы, всего (<i>total operating expenses</i>)	2 233 086	3 470 659	4 964 908	7 580 982
Операционная прибыль (<i>operating income</i>)	978 032	1 397 319	2 206 190	2 535 950

Продолжение

Показатель	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.
Прочие доходы и расходы (<i>other income and expenses</i>)				
Проценты полученные (<i>interest income</i>)	8 658	15 471	33 021	71 618
Чистый доход от курсовых разниц (<i>net foreign exchange gain</i>)	7 041	24 596	72 955	-1 142 276
Проценты к уплате (<i>interest expense</i>)	-147 448	-186 404	-194 839	-495 634
Доля в убытках ассоциированных компаний (<i>equity in net loss of associates</i>)	—	—	—	-61 020
Прочие (<i>other income (expenses)</i>)	-5 853	-38 844	3 029	-17 404
Итого прочие доходы и расходы (<i>total other income and expenses</i>)	-137 602	-185 181	-85 834	-1 644 716
Прибыль до корпоративного налога, доли меньшинства, эффектов от корректировок учетных стандартов (<i>income before income taxes, minority interest and cumulative effect of change in accounting principle</i>)	840 430	1 212 138	2 120 356	891 234
Налог на прибыль (<i>income tax expense (note 12)</i>)	221 901	390 663	593 928	303 934
Доля меньшинства до корректировок учетных стандартов (<i>minority interest in earnings (losses) of subsidiaries, before cumulative effect of change in accounting principle</i>)	3 398	8 104	63 722	62 966
Прибыль до корректировки учетных стандартов в консолидированной отчетности (<i>income before cumulative effect of change in accounting principle</i>)	615 131	813 371	1 462 706	524 334
Эффект от корректировок учетных стандартов (<i>cumulative effect of change in accounting principle (note 2)</i>)	—	—	-1 882	—

Окончание

Показатель	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.
Доля меньшинства в корректировках стандартов учета (<i>minority interest in cumulative effect of change in accounting principle</i>)	—	—	—	—
Чистая прибыль (<i>net income</i>)	615 131	811 489	1 462 706	524 334

* В годовых отчетах компании используется термин «чистый операционный доход» при фиксации выручки.

$OIBDA$ 2008 г. = 2 535 950 + 1 520 184 + 360 980 + 442 747 = 4 859 861.

$OIBDA$ 2007 г. = 2 206 190 + 1 171 834 + 218 719 = 3 596 743.

$OIBDA$ 2006 г. = 1 397 319 + 874 618 + 179 846 = 2 451 783.

$OIBDA$ 2005 г. = 978 032 + 451 152 + 142 126 = 1 571 310.

Таким образом:

$OIBDA$ = Операционная прибыль + Амортизация материальных и нематериальных активов + Обесценение основных средств.

Рассмотрим движение денежных средств в ОАО «Вымпелком» за 2006—2008 гг. (табл. 5.3).

Таблица 5.3

**Движение денежных средств
в ОАО «Вымпелком» (на 31 декабря), млн дол.**

Показатель	2006 г.	2007 г.	2008 г.
Консолидированные денежные потоки (consolidated cash flow)			
Чистый поток по операционной деятельности (<i>net cash flow provided by operating activities</i>)	1 971,3	3 037,7	3 421,9
Чистый поток по финансовой деятельности (<i>net cash flow (used in) provided by financing activities</i>)	292,9	193,7	4 743,7
Чистый поток по инвестиционной деятельности (<i>net cash flow used in investing activities</i>)	2 287,0	2 234,6	8 170,0
Эффект от курсовых разниц (<i>effect of exchange rate changes on cash and cash equivalents</i>)	3,7	49,8	84,6
Итоговый (сальдирующий) денежный поток за период (<i>net cash flow</i>)	19,2	659,2	89,0

На сайте компании «Вымпелком» подчеркивается, что «показатель $OIBDA$ дает важную информацию инвесторам, потому что отражает состояние бизнеса компании, включая ее способность финансировать капитальные затраты, приобретения и другие инвестиции, а также

возможность брать займы и обслуживать долг», и важно, что отправной точкой показателя является операционная, а не чистая прибыль. «Таким образом, *OIBDA* не включает в себя неоперационные доходы, которые, как правило, не повторяются из года в год. Он включает только доход, полученный за счет регулярных операций, и не подвержен влиянию единовременных начислений, например связанных с курсовыми разницеми или налоговыми скидками». Аналогично финансовые аналитики рассчитывают и аналитический показатель *EBITDA* как прибыль до выплаты (и получения) процентов по заемному капиталу, налога на прибыль и вычета амортизации. Хотя ряд компаний российского рынка проводит расчет показателя *EBITDA* с заданием в качестве отправной точки чистой прибыли.

По расчетам менеджеров компании «Вымпелком», за 2008 г. компания заработала положительный свободный денежный поток (до приобретений компаний) в размере 851,1 млн дол. Свободный денежный поток (до приобретений) не является финансовой величиной ОПБУ США, и компания рассчитывает его как чистый денежный поток, обеспеченный операционной деятельностью (3 421,9 млн дол.), уменьшенный на капиталовложения (исключая приобретения) (2 570,8 млн дол.).

Пример 2. Пример расчета показателя *EBITDA* по методике продуктовой компании «Вимм-Билль-Данн» на базе консолидированной финансовой отчетности по US GAAP показан на рис. 5.1 [72].

	Year ended December 31			
	2009 (in thousands)	% of sales	2008 (in thousands)	% of sales
Net income attributable to be WBD Foods shareholders	116,535	5,3	101,712	3,6
Add: Depreciation and amortisation	104,883	4,8	115,823	4,1
Add: Income tax expenses	40,678	2,0	39,898	1,4
Add: Interest expenses	33,467	1,5	44,544	1,6
Less: Interest income	(4,595)	(0,2)	(6,648)	(0,2)
Add: Foreign exchange losses, net	11,616	0,5	61,357	2,2
Add: Bank charges	2,687	0,1	2,868	0,1
Add: Noncontrolling interest	1,237	0,1	2,029	0,1
Add: Loss (gain) on other financial income/expenses	43	0,01	(617)	(0,02)
EBITDA	306,551	14,1	360,966	12,8

Рис. 5.1. Консолидированная финансовая отчетность компании «Вимм-Билль-Данн»

Заметим, что операционная прибыль за 2009 г. составила по компании 201,674 тыс. дол., а амортизация — 104,883 тыс. дол.

Свободный денежный поток показывает общую сумму денежных средств, которая доступна для распределения между собственниками и кредиторами после решения инвестиционных задач. Денежный поток по операционной деятельности корректируется на потребность в инвестициях каждого периода времени.

Понятие *FCF* является фундаментальным в стоимостном анализе. Этот показатель используется в расчете внутренней (фундаментальной, инвестиционной) стоимости компании в рамках популярной конструкции дисконтирования денежных потоков (*DCF*).

Алгоритм расчета *FCF* подчеркивает значимость непрерывного рассмотрения результатов деятельности компании, необходимость учета инвестиций в основной и оборотный капитал для продолжения функционирования на рынке и поддержания конкурентных преимуществ. Одни компании нуждаются в крупных инвестициях для поддержания деятельности немедленно, для других эта необходимость возникнет через определенные промежутки времени, что связано с физическим и моральным износом оборудования. Безусловно, потребность в новом основном капитале меняет ценность компании в глазах инвесторов. Предприятия, испытывающие потребность в инвестициях в текущий момент (для замены изношенных или обновления морально устаревших элементов материального основного капитала), будут цениться инвесторами меньше, чем компании с небольшой текущей потребностью в замене и модернизации оборудования. Таким образом, показатель свободного денежного потока отражает не только «живые» деньги, но и деньги, потенциально выводимые собственниками капитала, так как все обязательства по развитию компании уже учтены (по вложениям как в основной, так и в оборотный капитал).

Характерная особенность показателя «свободный денежный поток» — игнорирование эффектов работы на разных источниках финансирования. Показатель позволяет оценить доступность в каждый момент времени «живых» свободных денег при предположении о работе компании полностью на собственном капитале. Для оценки денежного потока, приходящегося именно на владельцев собственного капитала, используется показатель *денежного потока на собственный капитал (free cash flow of equity, FCFE)*. На базе этого показателя может быть прямым методом рассчитана акционерная справедливая стоимость.

Капитальный денежный поток (capital cash flow, CCF) в отличие от свободного денежного потока отражает выгоды налогообложения

по заемным средствам (эффект налогового щита) и зависит от выбранных источников финансирования.

Дисконтированный денежный поток показывает величину будущих денежных средств, пересчитанных на текущий момент времени. Такая оценка, называемая иначе приведенной оценкой, эквивалентна в сегодняшних деньгах будущим поступлениям. Процедура дисконтирования (или приведения к текущему моменту времени) отражает неравноценность получаемых потоков в разные моменты времени. Эта неравноценность связана не только с упускаемой выгодой инвестирования и инфляцией, но и риском. Чем меньше вероятность получения ожидаемого денежного потока (т.е. больше риск), тем меньше текущая его оценка. Пересчет на текущий момент времени осуществляется с помощью введения ставки дисконтирования (обозначим через k). Заметим, что ставка дисконтирования должна соответствовать выбираемому методу расчета денежного потока (например, номинальный или реальный, с учетом налоговых выгод заимствования или без, денежный поток на всех владельцев капитала (*FCFF*) или только на владельцев собственного (*FCFE*)).

Свободный денежный поток может трактоваться как потенциально выводимый из компании денежный поток за рассматриваемый период времени без причинения ущерба положению компании на рынке в проекции долгосрочного функционирования.

Расчет *FCF* исходя из стандартной финансовой отчетности реализуется двумя методами: прямым (через трансформацию статей отчета о движении денежных средств, как это показано на примере компании «Вымпелком») и косвенным (через трансформацию отчета о прибылях и убытках). Косвенный метод за точку отсчета принимает посленалоговую прибыль (по данным отчетности) и делает необходимые корректировки для получения свободного денежного потока за период. Корректировки включают в себя поправки по двум направлениям деятельности компании: операционной и финансовой.

Типичный алгоритм расчета свободного денежного потока, исходя из операционной прибыли:

$$FCF = \text{Операционная прибыль} - \text{Налог на прибыль} + \text{Амортизация} - \\ - \text{Необходимые дополнительные инвестиции в оборотный капитал} - \\ - \text{Капитальные вложения (как инвестиции в основной капитал)}.$$

Общий алгоритм расчета свободного денежного потока по отчетному значению прибыли таков:

- операция очищения: убираются экстраординарные доходы и расходы, рассчитывается «типичная» прибыль компании;
- оцениваются налоговые платежи при моделировании ситуации работы компании исключительно на собственных средствах;
- добавляются неденежные расходы, например амортизация;
- вычитаются необходимые инвестиции в основной и оборотный капитал.

Поправки, касающиеся изменения величины чистого оборотного капитала (*net working capital, NWC*), необходимы, так как, с одной стороны, не все продажи осуществляются по предоплате или оплате по отпуску продукции, а с другой — не за все покупаемое сырье и комплектующие компания должна платить немедленно. Традиционно используемый показатель в рамках бухгалтерской модели анализа таит опасность для расчета *FCF*.

Для показателя свободного денежного потока (*FCF*) важны не все изменения в текущих активах и пассивах. Денежные средства и ценные бумаги требуется исключить из расчета изменения *NWC*, так как они должны трактоваться как запас ликвидности, создающийся для функционирования компании. Если возрастание денежных средств на счетах вызвано ростом деятельности, т.е. эти суммы необходимы для существования бизнеса, то такие изменения должны войти в прирост *NWC*, в противном случае их не следует принимать во внимание. Таким образом, трактовка чистого оборотного капитала в бухгалтерской и в стоимостной (для расчета *FCF*, оценки бизнеса и выстраивания рычагов управления стоимостью) моделях не совпадают. Если изменение чистого оборотного капитала положительно, то можно говорить об инвестировании в оборотный капитал.

Заметим, что отрицательное значение *FCF* — норма для быстро растущего бизнеса. Например, у розничной сети «Магнит» (ритейлера С. Галицкого) с оборотом более 2,5 млрд дол. в год на всем временном промежутке жизни компании фиксируется отрицательное значение *FCF*. Причина состоит в быстром росте бизнеса за счет открытия новых магазинов (оборот с 2005 г. вырос более чем в 2,5 раза). Компания реинвестирует все зарабатываемые на операционной деятельности деньги в приобретение недвижимости под торговые точки и развитие сети. Собственники получают выигрыш за счет роста цены акций, а не дивидендов, и на растущем рынке с наличием конкурентных преимуществ у компании такая ситуация сохранилась вплоть до 2011 г.

Так как для анализа деятельности компании или бизнес-единицы важен поток, генерируемый всем капиталом (и собственным, и заемным), то при расчете *FCF* следует учесть эффекты, связанные с работой

на заемном капитале. Речь идет о возможном эффекте налоговой экономии при привлечении заемных средств (за счет уменьшения налогооблагаемой базы на величину процентных платежей).

Под налоговым щитом (tax shield) понимается дополнительный денежный поток, налоговая экономия, которую получают владельцы при исключении процентных платежей по заемному капиталу из налогооблагаемой базы. Численно величина налогового щита может быть найдена как произведение процентных платежей по заемному капиталу за период и ставки налога на прибыль. Для существования налогового щита должны выполняться три условия:

- налоговое законодательство должно допускать уменьшение налогооблагаемой базы на величину процентных платежей;
- компания должна иметь операционную прибыль, т.е. работать без убытков;
- эффективная ставка налога на прибыль не должна быть нулевой (компания не относится к неплательщикам налога на прибыль).

С 2002 года значительно изменились налоговые условия, порождающие в Российской Федерации налоговый щит. До 2002 года по налоговому щиту существовали три группы ограничений:

- по целевому использованию (налоговый щит существовал по кредитованию оборотных средств, для инвестиционных проектов проценты по займам увеличивали балансовую оценку основных средств и списывались через амортизационные начисления);
- кредитору (до 1999 г. только банковские ссуды создавали для компаний налоговый щит, с лета 1999 г. налоговый щит появился для ограниченного числа облигационных займов);
- величине процентов, создающих налоговый щит (до 2002 г. в пределах ставки Центрального банка Российской Федерации (ЦБ РФ), увеличенной на 3 процентных пункта; с 2002 по 2007 г. — по рублевым кредитам в пределах ставки ЦБ РФ, увеличенной на коэффициент 1,1; по валютным кредитам — 15% годовых). В период кризисного развития экономики (2008—2010) условия формирования налогового щита на российском рынке несколько раз менялись. С 1 января 2011 г. по 31 декабря 2012 г. включительно в соответствии с главой 25 НК РФ базой для формирования налоговой экономии признается ставка, не превышающая ставку рефинансирования ЦБ РФ, увеличенную в 1,8 раза (при оформлении долгового обязательства в рублях) и равную произведению ставки рефинансирования ЦБ РФ и коэффициента 0,8 — по долговым обязательствам в иностранной валюте.

Примечание. Если компания будет привлекать заемные средства для выплаты дивидендов собственникам (например, из-за того что свободный денежный поток меньше той части прибыли, которая предполагается для распределения среди собственников, т.е. у компании недостаточно «живых» денег для выплат, несмотря на формально имеющуюся прибыль), то проценты по займам не создадут налогового щита. Щит по заемному капиталу (налоговая выгода) возникает только при долге, привлеченном на производственные цели.

Для компании с финансовым рычагом косвенный расчет на базе чистой прибыли примет вид:

$$FCF = \text{Чистая прибыль} + \text{Амортизация} - \text{Необходимые дополнительные инвестиции в оборотный капитал} - \text{Капитальные вложения (как инвестиции в основной капитал)} + \text{Проценты по займам} - \text{Налоговый щит по заемному капиталу.}$$

Под ликвидностью капитала понимается возможность обеспечения денежных выгод всем владельцам капитала, когда удовлетворяются финансовые обязательства и денежные интересы не только перед кредиторами, но и перед владельцами собственного капитала. Показатель *FCF* может рассматриваться как типичный показатель ликвидности капитала, так как дает понимание, в какой степени могут быть произведены расчеты с инвесторами (возможно погашение процентов, основной суммы долга, выплаты дивидендов и т.п.).

Показатель *FCFE* как денежный поток, остающийся долевым владельцам капитала компании (акционерам), позволяет диагностировать ликвидность собственного капитала:

$$FCFE = \text{Чистая прибыль после погашения налоговых обязательств} + \text{Неденежные расходы (амортизация, резервы)} - \text{Инвестиции в оборотный капитал} - \text{Инвестиции в основной капитал (без поглощений компаний)} + \text{Выручка от реализации долгосрочных активов с учетом стратегии} + \text{Избыточные денежные средства} + / - \text{Корректировка величины постоянно используемого долга.}$$

Новая трактовка прибыли. В стоимостной аналитике меняется и трактовка понятия прибыли, а также появляются новые ее аналитические показатели, вводится специфическое понятие экономической или остаточной прибыли (*economic profit, residual earning*) в противовес учетной (бухгалтерской) прибыли:

$$\text{Экономическая прибыль} = \text{Бухгалтерская прибыль} - \text{Плата за собственный капитал;}$$

$$\text{Экономическая прибыль} = \text{Выручка} - \text{Операционные издержки} - \text{Внеоперационные издержки} - \text{Выплаты по займам} - \text{Выплаты}$$

(фактические или (и) потенциальные) владельцам собственного капитала = Посленалоговая операционная прибыль – Плата за весь капитал (собственный и заемный).

Суть отличия экономической прибыли от бухгалтерской состоит в отражении не только явных, но и неявных издержек, т.е. упущенной выгоды:

Экономическая прибыль = Выручка – Явные издержки – Неявные потери = Выручка – Явные издержки – Упущенная выгода.

Такая новая трактовка прибыли позволяет рассматривать прибыль как добавочный эффект (финансовый результат), получаемый собственником компании, к той величине, которую он мог бы получить, рационально задействуя альтернативные варианты вложения своего капитала. В отличие от бухгалтерской модели анализа нулевая экономическая прибыль (а не только положительная) должна рассматриваться как признак благополучия и здоровья компании, успешности инвестирования денег собственником. Иногда в литературе можно встретить термин «экономическая рента» для обозначения прибыли, превышающей альтернативные издержки. Выделяют временные ренты, или квазиренты, когда отрасль не находится в состоянии долговременного равновесия, а также устойчивые ренты для фирм, обладающих монопольным положением или рыночной властью, что позволяет на длительном временном промежутке сохранять конкурентные преимущества [11, 13].

В конце 1990-х гг., по определению С. Майерса, разгорелась настоящая «война метрик» [98] между консалтинговыми компаниями, вышедшими на рынок со своими оригинальными показателями, которые, во-первых, пытались объяснить поведение наблюдаемой рыночной стоимости, а во-вторых, позволяли выстраивать управление компанией. Предложен большой ряд модификаций расчета экономической прибыли, различающихся как по терминологии, так и по вводимым корректировкам учетной финансовой информации.

Наиболее известны *модель остаточной прибыли (residual income model, RIM)* ведущей консалтинговой компании McKinsey и запатентованная модель финансового анализа на базе *экономической добавленной стоимости (economic value added, EVA)* компании Дж. Стерна и Б. Стюарта (Stern, Stewart & Co). Модели анализа и финансового управления на базе этих новых показателей получили практическое воплощение в практике успешных компаний мирового рынка как в США, так и в Европе и Азии. Есть упоминания о применении моделей экономической прибыли и на российском рынке (страховая компания РОС-

НО, филиалы глобальных компаний, например, Sony, Siemens). Многие крупные консалтинговые компании предлагают свои варианты построения системы финансового управления на базе экономической прибыли. Например, известны модели EVA KPMG, экономической прибыли таких компаний, как PWC, Accenture, AT&Kearney.

Компания Stern, Stewart&Co публикует рейтинги, где компании ранжированы по стандартизированному показателю Stern&Stewart Performance 1000, который определяется по формуле и исчисляется в процентах:

$$SSP1000 = \frac{(ROIC - WASS) \times IC_t}{IC_{t-1}} \times 100.$$

Ключевой показатель эффективности в модели Штерна — Стюарта — экономическая добавленная стоимость как специфически рассчитываемый показатель экономической прибыли, фиксирующий величину наращения стоимости в абсолютном выражении за период EVA^{TM} . Величина EVA^{TM} зависит от вкладываемого в бизнес и специфическим образом оцениваемого капитала, для обозначения которого используется обозначение IC , платы за него в относительном выражении и от генерируемой посленалоговой операционной прибыли $NOPAT$:

$$EVA = NOPAT - Capital Charge = NOPAT - HR \times Capital.$$

где HR — требуемая ставка доходности по капиталу компании.

Схожие рычаги имеет и модель остаточной прибыли, разработанная компанией McKinsey. В основе модели McKinsey лежит вложенный (размещенный, задействованный) капитал (*capital employed, CE*), плата за него и определенным образом рассчитываемый результат по операционной деятельности с учетом налоговой нагрузки.

Один из примеров построения рычагов экономической прибыли приведен на рис. 5.2.

Пример. В таблице 5.4 продемонстрированы расчеты отчетной и прогнозной экономической прибыли для ОАО «Балтика», проведенные аналитиками банка «Зенит» в 2004 г. по собственной методике расчета показателей. Вложенный капитал рассчитан как сумма балансовой стоимости собственного капитала и всех процентных обязательств.

В таблице 5.5 показан расчет упрощенного показателя экономической прибыли EVA без существенных подвижек в расчете капитала и прибыли для ОАО «МТС».

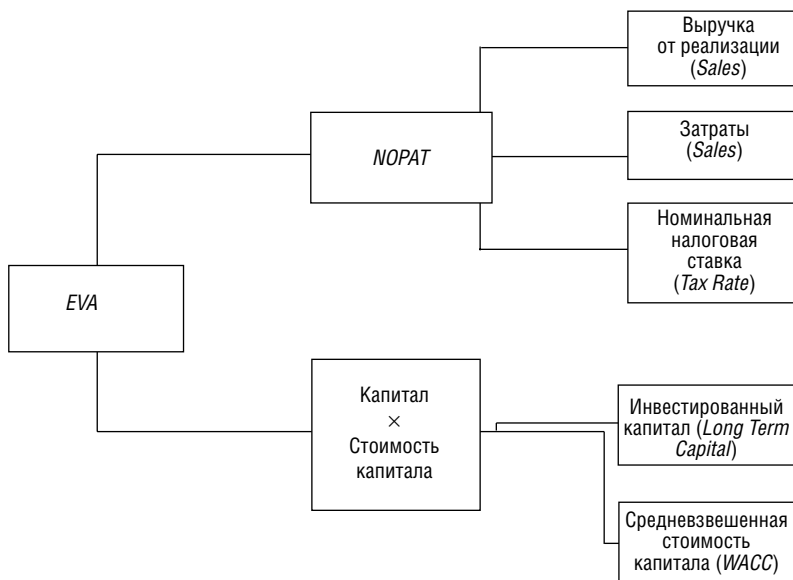


Рис. 5.2. Схема построения рычагов максимизации экономической прибыли

Таблица 5.4

**Отчетные и прогнозные финансовые результаты
деятельности компании «Балтика», млн дол.**

Показатель	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.
Выручка	737,2	994	1 217,2	1 440,6	1 664	1 884
Валовая прибыль	339,9	444,8	611,7	726	840,3	953,3
<i>EBIT</i>	168,5	172,5	259,6	315,1	364,8	407,9
<i>EBITDA</i>	226,8	252,6	359,5	435,4	506,3	570,8
<i>EVA</i>	9,33	4,85	70,5	95,9	110,58	126,26

Таблица 5.5

Расчет *EVA* ОАО «МТС», млн дол.

Показатель	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Посленалоговая прибыль на весь капитал (<i>NOPAT</i>)	1 064,4	1 221,4	1 557,6	1 995,6	2 338,4	2 130,0
Инвестированный капитал (<i>invested capital</i>), млн дол.	4 456,5	6 313,3	6 784,3	8 434,0	7 266,1	11 001,8

Окончание

Показатель	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Отдача по капиталу (<i>ROIC</i>),%	23,9	19,3	23,0	23,7	32,2	19,4
Требуемая доходность по капиталу (<i>WACC</i>),%	12,5	11,6	11,7	11,5	14,3	11,2
Спред эффективности (<i>ROIC-WACC</i>),%	11,3	7,8	11,3	12,1	17,9	8,2
Экономическая добавленная стоимость (<i>EVA</i>), млн дол.	505,4	490,7	767,0	1 022,7	1 297,0	898,9

Подчеркнем, что важной характеристикой всех моделей управления на основе экономической прибыли является новая (не схожая со стандартами финансового учета и отчетности) трактовка капитала и операционной прибыли. Вместо отражаемой в стандартной финансовой отчетности величины пассивов как суммы капитала и обязательств появляется понятие привлеченного капитала. Бухгалтерская величина собственного капитала корректируется на эквиваленты собственного капитала, более точно отражающие ресурсы, которые характеризуют конкурентные преимущества компании, позволяющие ей генерировать денежные выгоды для собственников. Величина заемного капитала также корректируется: заемный капитал как часть привлеченного капитала не включает в себя спонтанные, некоммерческие обязательства (меньше суммы статей пассивов). С другой стороны, привлеченный капитал должен отразить так называемый скрытый, невидимый капитал, предоставленный на условиях, сходных с кредитом.

Речь идет о «дооценке» активов компании и заемного капитала на величину капитализированных арендных и лизинговых платежей. В результате величина заемного капитала может существенно увеличиться. Таким образом, получаем новую скорректированную величину привлеченного в компанию капитала, который в ряде моделей получил название *экономической учетной стоимости компании* (*economic book value*). Этот показатель становится одним из ключевых в стоимостной управленческой отчетности компании.

Переход от стандартных финансовых показателей к стоимостным в рамках модели экономической прибыли предполагает три блока корректировок:

- связанные с учетной политикой;

- с работой на арендованных активах (речь идет о капитализации арендных и лизинговых платежей и дооценке на их текущую стоимость капитала);
- с затратами на НИОКР (*R&D expenditure*), маркетинг и другие вложения, определяющие будущие выгоды компании.

Разовые операции, отраженные в финансовой отчетности, исключаются. При корректировке прибыли должны быть откорректированы и значения операционной прибыли. Например, если лизинговые платежи капитализируются и увеличивают статьи активов компании, то операционная прибыль не уменьшается на величину текущих затрат по использованию арендованных активов.

Ниже приведен один из распространенных алгоритмов расчета базового показателя экономической прибыли *NOPAT* прямым методом (исходя из выручки) и расчет скорректированной величины капитала:

- нетто-выручка за период минус себестоимость реализованной продукции;
- минус коммерческие и административные расходы;
- минус изменения эквивалентов собственного капитала;
- минус начисленные обязательства по налогу на прибыль (эта величина завышена, так как отражает выгоды работы на заемном капитале);
- плюс прирост отсроченных налогов;
- минус налоговый щит по заемному капиталу равно скорректированной величине вложенного капитала *CE*.

Или:

- капитал (*capital*) [30], равный балансовой стоимости обыкновенных акций (*book value of common equity*), плюс привилегированные акции (*preferred stock*);
- плюс доли меньшинства (*minority interest*);
- плюс отсроченные налоги (*deferred income tax reserve*). Общая сумма отложенных налогов прибавляется к величине капитала. Для расчета величины *NOPAT* прирост суммы отложенных налогов за рассматриваемый период также прибавляется к сумме прибыли;
- плюс различные резервы (*LIFO*-резерв, резерв по сомнительной дебиторской задолженности и т.п.);
- плюс накопленная амортизация гудвилла (*accumulated goodwill amortization*);
- плюс краткосрочная задолженность, по которой начисляются проценты (*interest-bearing short-term debt*);
- плюс долгосрочный заемный капитал (*long-term debt*);
- плюс капитализированный лизинг (*capitalized lease obligation*);

- плюс текущая оценка некапитализируемого лизинга, т.е. капитализация лизинговых и арендных платежей (*present value of non capitalized leases*).

Экономическая прибыль с учетом ожиданий — еще один аналитический показатель, пытающийся объяснить поведение цен акции и справедливой стоимости в увязке с текущим финансовым результатом, трактуемым как экономическая прибыль. Необходимость разработки данного показателя связана с низкой объясняющей способностью показателя экономической прибыли (например, *EVA*) в поведении цен акций и доходности, получаемой акционерами. На базе этого показателя Т. Коупленд и А. Долгофф [61] предложили выстраивать систему управления рыночной стоимостью компании — *управление на базе ожиданий (expectation based management, EBMTM)*, когда при принятии решений и при оценке их результатов рекомендуется учитывать не только традиционно вводимую планку доходности — расчетную стоимость капитала, но и еще одну планку — ожидаемую норму доходности со стороны рыночных инвесторов. Соответственно берутся в расчет и ожидания по операционной прибыли и по вкладываемому капиталу (с учетом инвестиционной деятельности). Новая концепция Т. Коупленда и А. Долгоффа позволяет объяснить, почему для ряда компаний при росте подлинной рыночной стоимости цена акции на рынке падает. Авторы концепции видят ответ в неудовлетворении ожиданий инвесторов. Таким образом, перед менеджерами компании ставятся две барьерные планки — фактические значения финансовых результатов и рыночные ожидания. Если рыночные ожидания не оправдываются, то цена акции будет падать.

Показатель экономической прибыли с учетом ожиданий (*EBM*) может быть рассчитан как разность фактической величины экономической прибыли и ожидаемой, выстроенной по критическим значениям. Годовой показатель (финансовый результат) управления компанией на основе ожиданий (*expectations based metric, EBM*):

$$EBM = (ROCE_A - ROCE_E) CE - (WACC_A - WACC_E) CE + (ROCE_A - WACC_A) \times (CE_A - CE_E),$$

где *ARI*, *actual residual income* — фактическая остаточная прибыль или фактическая экономическая прибыль (*economic profit*):

$$ARI = (ROCE_A - WACC_A) CE_A,$$

ROCE_A, *actual return on capital employed* — фактически полученная отдача на вложенный капитал;

$ROCE_E$, *expected return on capital employed* — ожидаемая отдача на вложенный капитал;

ERI — ожидаемая (*expected*) остаточная (экономическая) прибыль:

$$ERI = (ROCE_E - WACC_E) CE_E,$$

$ROCE_E - WACC_E$ — ожидаемый спред эффективности деятельности.

Авторы концепции выделяют следующие основные принципы управления стоимостью на основе ожиданий:

- постоянный мониторинг ожиданий на рынке (аналитиков, инвесторов, менеджеров среднего и высшего звена) относительно доходности капитала, затрат по элементам капитала и инвестиционных оттоков;
- активное использование разрывов в ожиданиях инвесторов и менеджмента компании;
- генерирование отдачи на инвестированный капитал ($ROCE$) выше, чем ожидают инвесторы на рынке: $ROCE_A > ROCE_E$;
- привлечение капитала дешевле, чем это ожидается на рынке, т.е. обеспечение соотношения $WACC_A < WACC_E$;
- поиск новых точек роста и обеспечивающих их инвестиций, которые создают больший спред эффективности, чем ожидаемый на рынке. Работа с планируемыми, ожидаемыми инвесторами инвестициями, которые диктуются потребностями отрасли (*baseline capital expenditure*) и решения по которым принимаются на базе ожидаемой барьерной ставки ($WACC_E$), и создание новых инвестиционных возможностей, которые оцениваются по второй ставке отсеечения, не соответствующей ранее сформированным ожиданиям на рынке.

5.4. Относительные аналитические показатели стоимостной модели анализа

Для сопоставления результатов деятельности разных компаний и вариантов инвестирования переходят от абсолютных показателей к относительным.

В качестве базового текущего показателя эффективности работы компании с точки зрения миноритарного собственника рассматривается общая доходность акционера (*total shareholders return, TSR*), которая рассчитывается как сумма дивидендной доходности и доходности прироста капитала:

$$TSR = D_{iv}/MC_0 + (MC_1 - MC_0)/MC_0,$$

где D_{iv} — денежный поток, направляемый по результатам года владельцам собственного капитала компании (дивиденды); MC_0 и MC_1 — рыночная капитализация в начале и конце года (периода) соответственно. Этот же результат можно также получить, подставляя в расчеты показатели дивиденда на акцию (DPS , *dividend per share*) и биржевые цены акций в начале и конце анализируемого периода.

Расчет TSR для ОАО «МТС» за 2004—2009 гг. показан в табл. 5.6, а на рис. 5.3 демонстрируется сопоставление этого измерителя эффективности с позиции собственников-миноритариев с альтернативными вложениями на российском рынке.

Таблица 5.6

Расчет TSR для ОАО «МТС»*

Показатель	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Цена закрытия (actual closing price), в дол. США	6,9	6,7	8,6	15,4	3,8	7,4
Число акций (number of shares)	1 986,1	1 987,9	1 977,4	1 960,8	1 885,1	1 993,3
Дивиденды на акцию (dividend paid), млн дол.	-232,7	-407,2	-558,8	-756,9	-1 106,5	-1 261,7
Дивиденд на акцию (dividend per share)	0,12	0,20	0,28	0,39	0,59	0,63
Дивидендная доходность (dividend yield), %	1,7	3,1	3,3	2,5	15,5	8,6
Доходность прироста капитала (capital gain), %	—	-2,7	28,8	78,0	-75,4	94,7
Общая доходность (total return to shareholders), %	—	0,3	32,1	80,5	-59,9	103,3
Темп роста индекса РТС, %	—	85,9	71,2	19,9	-71,9	125,2
Темп роста индекса российских телекоммуникационных компаний, %	—	41,8	50,8	20,2	-85,9	269,4

* Рассчитано на основе данных в долларах США по информации МСФО агентства Bloomberg

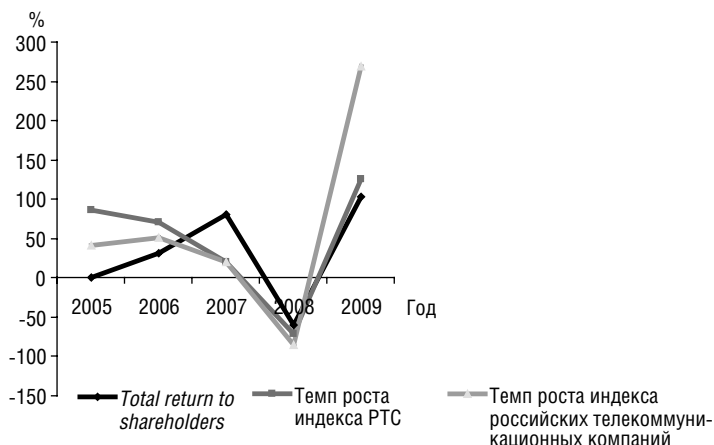


Рис. 5.3. Расчет общей доходности вложений в акции ОАО «МТС» и альтернативных возможностей

Базовые рычаги системы управления, направленной на максимизацию выгод собственников, — дивиденды и рост капитализации. Значимым рычагом воздействия на капитализацию выступает создаваемая в компании фундаментальная стоимость (работа над фундаментальными показателями). Так как на наблюдаемую стоимость огромное влияние оказывают нефундаментальные факторы (наличие информации, ее качество, защита доходов инвестора от преступных действий менеджеров и других собственников), а также психологические эффекты восприятия информации, то существенная работа должна проводиться и по этим направлениям создания стоимости.

В рекомендациях успешных профессиональных инвесторов для принятия решений о вхождении в собственный капитал компании часто звучит рекомендация о расчете *коэффициента стоимостного инвестирования* (*value invested ratio, VIR*):

$$VIR = TSR/(P/E),$$

где P (*price*) — цена;
 E (*earnings*) — прибыль.

Д. Нефф [99], американский специалист с более чем 35-летним успешным опытом управления активами, рекомендует для инвестиро-

вания компании, у которых VIR не ниже 0,5, а относительная величина — выше среднерыночного значения.

При отсутствии наблюдаемых рыночных оценок капитала в финансовом управлении могут быть использованы расчетные величины. Например, обозначая через S_1 и S_0 расчетные оценки акционерной стоимости, полученные по принятому в компании алгоритму, общая доходность по капиталу инвесторов-собственников может быть выражена следующим образом:

$$TSR = D_{iv}/S_0 + (S_1 - S_0)/S_0.$$

Важными рычагами влияния на эту доходность становятся факторы, от которых зависит акционерная стоимость. Финансовая модель компании должна показать, о каких факторах идет речь и как они взаимосвязаны.

Для вычленения вклада менеджеров в создание выгод владельцам капитала целесообразно анализировать показатель MAR (*market adjusted return*), который отражает полную (общую) доходность владения акциями компании, скорректированную на доходность всего рынка:

$$MAR = (1 + TSR)/(1 + k_m).$$

где k_m — рыночная доходность.

Цель такой корректировки показателя доходности состоит в оценке эффективности процессов, происходящих в самой компании. Еще один вариант корректировок — замена рыночной доходности k_m на доходность отраслевого индекса.

В контексте интересов всех инвесторов компании (собственников и кредиторов) может рассматриваться как текущий индикатор эффективности *показатель общей доходности бизнеса* (*total business return, TBR*), рассчитываемый по формуле:

$$TBR = FCF/V_0 + (V_1 - V_0)/V_0,$$

где FCF — созданный за период (например, год) свободный денежный поток;

V_0 и V_1 — расчетная справедливая стоимость компании (инвестиционная оценка для нынешних владельцев) на начало и конец периода соответственно.

На практике для публичных компаний величина стоимости часто фиксируется по биржевым оценкам и используется показатель EV как сумма рыночной капитализации и чистого долга¹.

¹ Чистый долг равен постоянно используемым платным источникам финансирования компании за вычетом денежных средств в активах баланса.

Показатель q-Тобина — еще один индикатор эффективности работы капитала компании. Теоретически он определяется как рыночная оценка всего капитала компании, деленная на стоимость замещения существующих активов компании. На практике, однако, рассчитать его достаточно сложно, поэтому часто в эмпирических исследованиях для сопоставления компаний используются упрощающие процедуры расчета знаменателя формулы, а для выстраивания финансового управления применяются специфические методы пересчета стоимости замещения с учетом ряда факторов влияния.

Типичная замена показателя *q-Тобина* в эмпирических исследованиях — мультипликатор «кратное балансовой оценке» как отношение рыночной оценки всего капитала компании к балансовой оценке активов или отношение рыночной капитализации к балансовой оценке собственного капитала. В соответствии с этим расчет преобразуется следующим образом:

$$q\text{-Тобина} = MV/BV.$$

Пример такого упрощенного расчета в динамике по компании МТС приведен в табл. 5.7.

Таблица 5.7

Расчет показателя *q-Тобина* для ОАО «МТС»

Показатель	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Рыночная капитализация (<i>market value of equity</i>), млн дол.	13 709,8	13 349,0	17 102,6	30 189,2	7 145,2	14 711,5
Балансовая оценка собственного капитала (<i>book value of equity</i>), млн дол.	2 585,4	3 324,8	3 796,6	5 463,0	4 078,4	4 485,3
Добавленная стоимость (<i>market value added</i>), млн дол.	11 124,3	10 024,2	13 306,0	24 726,3	3 066,8	10 226,2
Заемный капитал (платный) (<i>interest bearing debt</i>), млн дол.	1 871,1	2 988,5	2 987,7	2 971,0	3 187,7	6 516,4
Инвестированный капитал (<i>capital invested</i>), млн дол.	4 456,5	6 313,3	6 784,3	8 434,0	7 266,1	11 001,8
Показатель Тобина (<i>q-ratio</i>)	3,5	2,6	3,0	3,9	1,4	1,9

В 1981 году Э. Линденберг и С. Росс [89] предложили метод с произвольно выбираемой начальной точкой отсчета для определения стоимости замещения основных средств и запасов на основе их балансовой стоимости. Для каждого последующего года оценка предыдущего должна корректироваться на изменение уровня цен в экономике, технологический прогресс, рост инвестиций за вычетом амортизации. Такой расчет позволяет построить динамику показателя вложенного капитала на базе балансовых оценок.

В соответствии с требованием неотрицательности экономической прибыли условие успешного функционирования компании может быть выражено следующими показателями:

- экономическая прибыль выше нуля;
- отношение экономической прибыли и вложенного капитала выше нуля;
- отношение операционной посленалоговой прибыли и вложенного капитала выше отношения платы за капитал к вложенному капиталу;
- отношение операционной посленалоговой прибыли к вложенному капиталу выше стоимости капитала.

Таким образом, отдача по задействованному капиталу должна превышать стоимость привлеченного капитала, его дороговизну в относительном выражении:

$$ROCE > CC,$$

где CC (*cost of capital*) — стоимость капитала компании¹ в относительном выражении.

Разность отдачи по капиталу и стоимости капитала получила название спреда эффективности:

$$\text{Спред эффективности} = ROCE - CC ;$$

$$\text{Индекс эффективности} = \frac{ROCE}{CC} .$$

Для оценки эффективности деятельности компании и правильного принятия управленческих решений важно верно оценить величину вложенного капитала, прибыль и стоимость капитала с учетом того, что капитал приходит в компанию из разных источников и с разным уровнем риска.

Еще одним относительным показателем, на котором может выстраиваться система стоимостного анализа и управления, является

¹ Иногда в литературе используется термин «затраты на капитал компании».

показатель доходности инвестиций на основании денежного потока (*cash flow return on investment, CFROI*). Авторство построенной на нем системы финансового управления принадлежит компании *HOLT Valua Associates*, которая зарегистрировала свою модель анализа и управления в виде торговой марки *CFROI™*. После объединения *HOLT Valua Associates* с *Boston Consulting Group (BCG)* при применении модели консультантами BCG были введены некоторые модификации (например, связанные с отражением амортизации, инфляции). Значение ключевого показателя фиксируется как текущее (на годовой основе).

Финансовую аналитику на основе *CFROI™* применяет также инвестиционный банк *Credit Suisse First Boston (CSFB)*. В ряде академических ссылок модель обозначается как *CFROI™ HOLT-CSFB*. Близкой по методике расчета является модель экономической доходности инвестированного капитала, разработанная специалистами *Deutsche Bank*, — *CROCI (cash return on capital invested)*, в которой для выбора акций для инвестирования используется коэффициент «цена/прибыль».

Показатель *CFROI* представляет собой внутреннюю норму доходности по существующим инвестициям компании. Для его расчета используются прогнозные значения реальных (очищенных от инфляции) денежных потоков, ликвидационная стоимость активов и текущая оценка валовых инвестиций. Ключевыми параметрами модели являются: стоимость активов, время их жизни, прогнозируемые денежные потоки, остаточная стоимость активов.

Модель *CFROI* акцентирует внимание на денежных потоках. Выделяются три прогнозируемых потока денежных средств. Первый — *валовый инвестиционный поток (gross cash investment, GCI)*, где речь идет об уже имевших место инвестиционных оттоках, которые сформировали инвестированный капитал. Оригинальность модели *CFROI™* заключается в том, что особым образом учитываются амортизационные отчисления по активам, возникшим в результате инвестиционных оттоков. Суммы начисленной за годы эксплуатации активов амортизации добавляются к остаточной стоимости этих активов. Получаем так называемые валовые инвестиции модели внутренней нормы доходности.

Для разных целей финансового анализа валовые инвестиции рассчитываются различным образом. Прежде всего это касается отражения амортизации по такому специфическому активу, как деловая репутация (*goodwill*). Данный актив отражается в стандартной финансовой отчетности только при приобретении компании. Если приобретение не предполагает внутренних улучшений, являясь формой своеобразного вложения капитала, то амортизация деловой репутации также добавляется к инвестированному капиталу, увеличивая валовые инве-

стиции и в результате приводя к снижению внутренней нормы доходности. Если приобретение компании имеет главной целью создание синергии с существующим бизнесом, то отраженная деловая репутация не должна увеличивать через амортизационные корректировки величину валовых инвестиций. Для анализа такого стратегического решения компании суммирование накопленных амортизационных начислений по деловой репутации не происходит. Таким образом, инвестиционный поток (*GCI*) рассчитывается по формуле:

$$GCI = \text{Балансовая стоимость всех активов} + \text{Накопленная амортизация} + \text{«Скрытые» элементы собственного капитала (например, капитализация расходов, обеспечивающих стратегическое развитие компании)} + \text{«Скрытые» элементы заемного капитала (т.е. капитализированные операционная аренда и лизинг)} - \text{Денежные средства} - \text{Беспроцентные обязательства.}$$

Есть еще одна коррекция, меняющая количественную оценку валовых инвестиций, — отражение инфляции. В статьях активов выделяются монетарные (номинальные, которые отражают фиксированные денежные величины) и немонетарные. Монетарные статьи активов в условиях инфляции создают уменьшение их балансовой стоимости. Инфляционные изменения удаляются из анализируемой величины валовых инвестиций.

Второй поток — *операционный*, отражающий также оттоки по налогу на прибыль или операционный скорректированный поток денежных средств (*operating cash flow after taxes, OCFAT*). Этот поток не совпадает с сальдо денежного потока по операционной деятельности в стандартной финансовой отчетности. Поэтому применяется ряд корректировок, прежде всего касающихся новой трактовки так называемых стратегических расходов, формирующих для компании конкурентные преимущества (например, расходы по обеспечению лояльности клиентов, персонала).

Третий денежный поток — *ликвидационный*, возникает при завершении использования инвестированного капитала, после ликвидации неамортизируемых активов (при окончании экономического срока их жизни). Первым элементом, порождающим ликвидационный денежный поток, является ликвидационная стоимость неамортизируемых активов. Как правило, значительную долю в ней составляет стоимость земли. Вторым элементом является возврат инвестиций в оборотный капитал.

Экономический срок жизни активов в модели *HOLT-CSFB* рассчитывается по уникальной авторской методике на основе анализа так

называемого периода сглаживания доходности капитала (*fade period*). Идея методики строится на статистически подтвержденном факте снижения доходности бизнеса по мере развития компании (продвижения по этапам жизненного цикла). Доходность капитала постепенно снижается до некоторого стабилизационного уровня, характеризующего этап зрелости. **Период сглаживания** — это временной период выхода на стабилизационный уровень. Рассмотрим, на основе каких характеристик компании можно сделать вывод о периоде сглаживания.

В модели $CFROI^{TM}$ при задании периода сглаживания учитываются три характеристики. Две из них рассчитываются по прошлым результатам деятельности компании, а одна — по выбираемой стратегии развития.

Прошлый период превышения фактически имевших место значений $CFROI^{TM}$ над усредненным уровнем. Если для данной компании в прошлом период превышения $CFROI^{TM}$ над средними значениями $CFROI^{TM}$ был достаточно длительным, то можно предположить, что и в будущем менеджмент компании сумеет показать высокое значение периода сглаживания. Предыдущие успехи (при сохранении команды менеджеров) могут свидетельствовать о существовании в компании специфического человеческого капитала (см. главу 7), т.е. особых ресурсов, обеспечивающих конкурентные преимущества.

Устойчивость прошлых значений $CFROI^{TM}$. Характеристикой, принимаемой во внимание при обосновании экономического периода жизни активов, является волатильность прошлых значений $CFROI^{TM}$. Это оценка может быть получена из анализа стандартного отклонения показателей $CFROI^{TM}$ по годам. Чем ниже волатильность, тем уникальнее управленческий опыт в компании и больше возможностей увеличить период сглаживания отдачи на капитал в будущем.

Темп устойчивого роста активов в будущем. Этот темп зависит от величин вновь вводимых и выводимых активов в рассматриваемом году, привлечения или погашения заемного капитала. Для компаний, растущих за счет исключительно собственного капитала и не выплачивающих дивиденды, темп роста активов по значению близок к величине $CFROI^{TM}$.

В модели Deutsche Bank $CROCI$ используется собственная методика обоснования экономического срока жизни активов. В ее основе лежат отраслевые сопоставления инвестиционных политик компаний с акцентированием внимания на потребности в капитальных вложениях, направляемых на поддержание существующих активов.

Для получения значения $CFROI$ решается уравнение степени n , где n — экономический срок жизни активов. Сам метод расчета аналогич-

чен нахождению значения внутренней нормы доходности (*internal rate of return, IRR*) ограниченного во времени инвестиционного проекта. Текущая оценка валовых инвестиций приравнивается к приведенной оценке будущих операционных (*OCFAT*) и ликвидационных потоков. Ставка дисконтирования и есть расчетная величина *CFROI*. Если показатель *CFROI* по компании превышает требуемый инвесторами уровень доходности, оцененный в реальном выражении, т.е. с коррекцией на инфляцию, то компания создает стоимость. Если *CFROI* ниже требуемой доходности, то стоимость компании «проедается». Чтобы стоимость росла, выстраиваются рычаги влияния на спред между *CFROI* и оценкой стоимости капитала компании в реальном выражении.

Для сопоставления расчетного показателя *CFROI*TM с мнением рыночных инвесторов часто используется сравнение с такими показателями, как *TSR* и *TBR*, которые рассчитываются с использованием рыночных котировок акций.

Рассмотрим показатель возможностей роста стоимости для диагностирования инвестиционной привлекательности компании. В рамках концепции управления стоимостью рост стоимости компании увязывается с текущими (операционными, финансовыми) и долгосрочными (стратегическими) решениями, которые меняют структуру используемых ресурсов и направления деятельности компании. Все управленческие решения и стратегии анализируются с точки зрения наращивания стоимости. При этом особое внимание уделяется инвестиционным решениям, так как именно их вклад в стоимость часто оказывается наиболее значимым. С позиции рыночного инвестора компания, обладающая большим потенциалом роста стоимости, является более инвестиционно привлекательной.

Для оценки потенциала роста стоимости важно оценить, какие денежные выгоды и с каким риском могут обеспечить имеющиеся активы компании и какие выгоды принесет инвестиционная деятельность в создание новых ресурсов (активов). Таким образом, стоимость компании (предположим, работающей на нулевом финансовом рычаге) в рамках стратегической аналитики может быть представлена следующим образом¹:

$$\text{Стоимость компании} = \text{Стоимость «как есть»} + \text{Стоимость возможностей роста.}$$

Первое слагаемое (*assets in place*) показывает стоимость компании при предположении отсутствия инвестиций в расширение активов. Здесь учитываются только поддерживающие инвестиции в замену изношенных активов, т.е. это *стоимость, создаваемая текущими операци-*

¹ Модель Брейли и Майерса.

ями (*current operation value, COV*). Второе слагаемое (*value of future growth opportunities, VFGO*) диагностирует ценность потенциала роста активов и зависит от ожидаемых от новых активов денежных выгод и их риска. Здесь уже учитываются инвестиции в создание новых активов. Так как на практике величина *VFGO* часто рассчитывается как результат вычитания из рыночной капитализации стоимости «активов как есть»:

$$VFGO = MV - COV,$$

то стоимость возможностей роста можно рассматривать как оценку ожиданий инвесторов относительно непрерывного процесса инвестирования в будущем.

Количественно оценка «активов как есть» (*COV*) может быть получена через капитализацию чистой прибыли.

Концепция диагностирования значимости возможностей роста акцентирует внимание не на отдельных инвестиционных проектах и их вкладе в рост стоимости компании (когда рассчитывается для каждого выбранного момента времени прирост стоимости, создаваемый отдельным инвестиционным решением или программой, — оценивается чистая текущая стоимость — *net present value, NPV*). Данная концепция исходит из оценки потенциала роста стоимости компании, связанного с правильно выстроенной инвестиционной деятельностью, обеспечивающей непрерывный процесс поиска новых конкурентных преимуществ.

Показатель *NPV* фиксирует эффект прироста стоимости на рассматриваемый момент времени от выбранных на этот момент инвестиционных решений. Показатель *VFGO* позволяет трактовать инвестиционную деятельность компании как процесс постоянных инвестиционных оттоков, порождающий растущие выгоды.

Соотношение $\frac{VFGO}{COV}$ можно рассматривать как показатель инвестиционной привлекательности компании, позволяющий ранжировать варианты вложения инвесторами денег в компании разных отраслей и стран.

Контрольные вопросы

1. Почему балансовая оценка компании трактуется как затратная оценка?
2. Что понимается под рыночной стоимостью бизнеса (компании)? Как соотносятся балансовая и рыночная оценки для успешно функционирующей на рынке компании?

3. В чем причина многообразия показателей рыночной стоимости?
4. Какие признаваемые (наблюдаемые) показатели рыночной стоимости популярны в финансовой аналитике? Почему по ним опасно выстраивать финансовое управление в компании?
5. Как оценка подразумеваемой стоимости может помочь в принятии управленческих решений?
6. Какие стоимостные аналитические показатели нашли применение в финансовом менеджменте?
7. Как соотносятся показатели *EBITDA* и *FCF* с информацией стандартной финансовой отчетности?
8. Что понимается под экономической прибылью? Какие индикаторы показателей сравнительной эффективности строятся на основе этого показателя?
9. В чем специфика построения показателя *CFROI* и как выстраивается финансовое управление на его основе?
10. Какой показатель используют аналитики для диагностирования выгод постоянного процесса инвестирования в создание новых активов? Как по нему можно ранжировать компании по инвестиционной привлекательности?
11. Что доказывает концепция удовлетворения ожиданий? Как рассчитывается показатель экономической прибыли с учетом ожиданий?

Концепция агентских конфликтов

6.1. Концепция агентских конфликтов и агентских затрат

Значимость агентских отношений растет по мере усложнения форм организации бизнеса, передачи функций его оперативного управления от инициаторов (предпринимателей) в руки профессиональных управленцев (что является естественным процессом развития компании), повышения роли персонала как носителя человеческого капитала компании. *Агентские отношения* складываются между принципалом (заказчиком, например, работ) и агентом, который берет на себя выполнение выделенных функций за принципала. Агентские отношения буквально пронизывают всю экономическую и финансовую системы, без них трудно найти пример реализации частнохозяйственной деятельности. Образцы таких отношений: наем специалиста, передача оперативного управления наемному менеджеру, ссуда кредитором денег предпринимателю и соответствующая передача функций управления ими.

Для управления финансами важно учитывать, что в ряде случаев агентские отношения перерастают в конфликты. Причина такой трансформации — различие интересов принципала и агента. Начало рассмотрения агентских отношений, переходящих в конфликты и оказывающих влияние на принятие решений, было положено двумя академическими работами С. Росса 1973 и 1974 гг. [106]. В этих трудах конфликт интересов диагностировался через различие функций полезности принципала и агента. Дальнейшее развитие агентская теория получила в работах Дж. Стиглица [111], А. Спенса, Р. Риса. Разработанные агентские модели принятия решений на уровне фирмы строятся на предположении о такой форме несовершенств рынка, как наличие нерациональных участников, которые не только (или не столько) максимизируют денежные доходы, сколько интересуются другими нематериальными выгодами (например, правами контроля над денежными потоками и решениями, созданием имиджа или вхождением в определенный социальный круг).

Трансформация отношений в конфликты происходит при определенных условиях внешней среды и при отрицательном отношении агента к риску, когда за большее переложение на него риска он требует более высокой компенсации в виде дополнительных выгод (например, денежных). Главная особенность внешней среды, порождающая конфликты, — неполнота и асимметрия информации, означающая, что агент обладает информационным преимуществом по сравнению с принципалом, так как находится ближе к объекту управления (приложения усилий).

Вклад агента в конечный результат (например, банкротство компании) невозможно диагностировать в чистом виде. Чем сложнее принципалу оценить результаты и проследить усилия агента, включая принимаемые риски, тем сложнее им договориться относительно адекватного вознаграждения. Еще один фактор, увеличивающий конфликты, — неполнота контрактов. Правовая среда, сложившаяся в современном мире, не позволяет прописать в контракте агента все требования по его усилиям и параметры, их фиксирующие. В трудовом договоре невозможно привязать вознаграждение агента исключительно к его усилиям и его вкладу в конечный результат. Зачастую сложно бывает определиться и с ценностью результата для принципала (насколько именно он выигрывает от предпринятых агентом усилий).

Полный контракт — контракт между принципалом и агентом, в котором не только прописаны необходимые действия агента, его усилия в удовлетворении интересов именно принципала, но и полная ответственность агента за последствия своих действий. Следовательно, полный контракт предполагает возмещение агентом убытков, понесенных принципалом из-за ошибок агента. Так как агент является противником риска, то на подписание данного контракта он не пойдет.

Заключение таких контрактов и отслеживание их исполнения либо в принципе невозможно из-за сложности функций, передаваемых агенту, либо слишком затратно по времени. Поэтому в реальном мире превалируют неполные контракты, предполагающие частичное контролирование усилий агента и неполную его ответственность. Впрочем, их подписание тоже порождает затраты, которые вместе с вознаграждением агенту уменьшают выгоды принципала (например, уменьшают остаточную прибыль, если принципал является собственником бизнеса).

6.2. Факторы, влияющие на величину агентских затрат и механизмы их снижения

Агентские затраты — дополнительно возникающие у принципала затраты по выстраиванию агентских отношений и нивелированию агентских конфликтов. В рамках концепции управления стоимостью под агентскими затратами понимается потеря в величине справедливой рыночной стоимости по сравнению с гипотетически возможной оценкой компании в ситуации отсутствия агентских конфликтов. При этом в число агентских конфликтов включаются не только традиционно фиксируемые в агентской теории конфликты «собственник — наемный менеджер», которые хорошо описаны в академической литературе (например, в исследованиях М. Дженсена и В. Меклина [79]), но и конфликты «кредитор — собственник», «миноритарный — мажоритарный собственник», «контролирующий собственник (инсайдер) — аутсайдер». Последний конфликт выделяется из-за несовпадений доли владения собственностью и доли контроля на развивающихся рынках капитала, что порождает дополнительный блок отношений и конфликтов.

В финансовом менеджменте теория агентских конфликтов важна в двух аспектах:

- диагностирование агентских конфликтов и их проявлений в финансовых и инвестиционных решениях компаний и количественная оценка агентских затрат как величины потери стоимости;
- выстраивание механизмов, включая финансовые, по сглаживанию агентских конфликтов и по снижению агентских затрат для максимизации стоимости.

В агентских затратах принято выделять прямые и косвенные. Прямые затраты включают расходы на написание контрактов, на контроль за их исполнением (так называемые затраты мониторинга) и на демонстрацию агентом выполнения обязательств (*bonding costs*). Под косвенными издержками понимаются упущенные выгоды, т.е. доходы, которые принципал (собственник и компания в целом, объединяющая разных стейкхолдеров) не получил в результате несовершенства заключенных контрактов и невозможности их мониторинга. Речь идет об упускаемой выгоде по принимаемым инвестиционным, операционным и финансовым решениям, а также решениям по ликвидации компании. Например, часто отмечается «близорукость» менеджеров, которые с учетом непродолжительного срока работы в компании

ограничивают инвестиционный выбор быстро окупаемыми проектами с видимыми эффектами взамен высокоэффективных решений с долгосрочной отдачей, но и более длительным сроком окупаемости. Этот мотив менеджера понятен — ему важно накопить собственный профессиональный капитал за счет репутации удачливого управленца. Кроме того, нередко критикуются решения менеджера по переинвестированию, когда предпочтение отдается увеличению материальных (видимых) активов, «строительству империй» через поглощения компаний вместо того, чтобы обеспечить кропотливую работу над повышением эффективности уже сформированных активов и созданием заделов в интеллектуальном капитале.

Правовые условия в рамках фидуциарного (доверительного) правоприменения существенно влияют на величину косвенных издержек.

Типичное проявление агентских конфликтов и нарастания агентских затрат наблюдается в ситуации оппортунистического поведения менеджера. Часто оппортунизм возникает при наличии у менеджера определенной доли в собственном капитале. В исследованиях по развитым рынкам отмечается [97]¹, что обладание долей в диапазоне от 5 до 25% в акционерном капитале порождает эффект «окопавшегося менеджера». В компаниях с «окопавшимся менеджментом», как правило, отсутствуют дивиденды; инвестиции в расширение активов и на поглощение других компаний существенно превышают отраслевые нормативы и показатели компаний-аналогов; преобладают непрофильные инвестиции, слабо увязанные с имеющимися конкурентными преимуществами и со стратегией компании; предпочтение отдается работе на низком финансовом рычаге (низкой доле заемного капитала в общем капитале). Все эти признаки описывают типичный уход менеджеров от принятия риска (например, рост финансового рычага следует рассматривать как повышение риска владельцев собственного капитала и менеджмента) и получение дополнительных выгод к оговоренному денежному вознаграждению. Как показывает сопоставительный анализ, такие компании демонстрируют более низкие значения доходности акционеров (*TSR*) и низкие мультипликаторы (*MV/BV*, *P/E*, *EV/EBITDA*).

В экономических исследованиях предпринимаются попытки диагностирования ситуации «окопавшегося менеджмента» по нефинансовым показателям. Как правило, компании с потенциальными агент-

¹ Морк Р., Шлейфер А. и Вишний Р. в работе 1988 г. показали, что изменение доли владения собственностью у менеджеров по-разному отражается на поведении цен акций. При росте до 5% цена акции растет, а в диапазоне от 5 до 25% — снижается, что свидетельствует об эффекте «окапывания».

скими конфликтами характеризуются долгим сроком пребывания управленцев на одной должности, отсутствием в совете директоров независимых членов, «слабой структурой собственности» (наличием непрофессиональных распыленных инвесторов).

Разрешение конфликта «менеджер — собственник» видится в конвергенции интересов этих двух значимых групп стейкхолдеров (например, через владение менеджерами акционерным капиталом) и в обеспечении надлежащего мониторинга профессионалами рынка (крупным собственником или кредитором).

Конфликт «собственник — менеджер» был первым, на который обратили внимание экономисты. Второй конфликт, привлечший взгляды финансистов, касается отношений между кредитором и собственником и порожден потенциальной возможностью перераспределения стоимости (выгод) от кредитора к собственнику. Парадокс, но в конфликте «собственник — менеджер» «лекарство» при определенных условиях может превратиться в «яд». Кредитор, являющийся принципалом, в ситуации предоставления денег компании на определенных условиях сталкивается с проблемой отхода менеджмента (предположительно действующего в интересах собственника) от рационального поведения.

При отсутствии долга владение акционерным капиталом компании означает наличие права на все ее ресурсы (активы) и порождаемые ими денежные выгоды. При наличии долга собственный капитал можно рассматривать как опцион на покупку ресурсов компании с ценой исполнения, равной величине долга. Заметим, что цена опциона растет с увеличением волатильности базового актива. Следовательно, чем выше рискованность проектов компании, тем выше рыночная оценка собственного капитала и одной акции. Значит, у собственников есть стимул выбирать более высокий класс риска для рассматриваемых проектов (направлений развития) и этот стимул увеличивается при росте заемного финансирования.

Высокая величина долга порождает очень специфические решения менеджмента (так называемая проблема «нависания долга»). Даже принятие проектов с отрицательной приростной стоимостью может привести к увеличению акционерного капитала за счет падения стоимости долга и перераспределения общей стоимости от кредитора к акционеру. Это вызывает переход ситуации высокого долга в большую проблему именно кредитора, а не собственника. Формируется ситуация, когда «малый долг — проблема заемщика, большой долг — проблема кредитора». В академической литературе эта проблема получила название замещения активов. С другой стороны, кредиторы тоже име-

ют в запасе набор финансовых и правовых механизмов, защищающих их интересы, что в итоге приводит к еще большей потере стоимости компании [38].

Конфликт «мажоритарный собственник — миноритарный собственник» или «инсайдер — аутсайдер» возникает из-за нарушения прав акционеров. Права акционеров защищены лучше, если:

- одна акция дает один голос и права контроля соответствуют долям в собственном капитале (т.е., обладая небольшим пакетом акций, невозможно контролировать компанию);
- законодательно защищены права миноритарных акционеров (правоприменение допускает выкуп акций у несогласных с решением совета директоров или общего собрания, подачу иска в суд на директора; запрещены сделки на фондовой бирже менеджеров на базе инсайдерской информации, а также сделки с заинтересованными лицами и т.п.);
- нужен меньший процент голосов для созыва собрания акционеров или для постановки вопроса на голосование;
- есть возможность заочного голосования по почте, есть доступ к финансовой отчетности компании;
- директора выбираются кумулятивным способом.

Появление такого специфического органа управления, как совет директоров, который на первый взгляд должен приводить к снижению конфликтов между разными группами стейкхолдеров, может еще больше усугубить агентские конфликты. Причина — в неограниченной (полной и персональной) ответственности членов совета директоров (наблюдательного совета) по принимаемым решениям. Если акционеры докажут, что решения члена совета при голосовании принесли им ущерб, то это лицо, неся полную персональную ответственность, должно возместить ущерб всем своим имуществом. В результате члены совета директоров часто стремятся снизить риски любой ценой, отказываются от приемлемых по риску инвестиций и в области инвестиционной деятельности порождают ситуацию «недоинвестирования».

Аналогичная ситуация избегания рисков складывается и в области финансовых решений, где с ними полностью солидарен финансовый директор. В большинстве случаев финансовый директор не заинтересован в работе на заемном капитале, так как рост личной ответственности и рисков часто не компенсируется оплатой труда. В связи с этим значимыми проявлениями «окопавшегося менеджера» и не принимающего риск совета директоров будет полное использование сгенерированных компанией денежных потоков на «инвестиционные нужды», неэффективность которых достаточно сложно доказать.

Решение указанной проблемы специалисты по финансовому менеджменту часто видят в изменении структуры собственности, когда привлечение в капитал компании профессионального (часто иностранного) крупного инвестора может дисциплинировать и менеджмент, и членов совета директоров. Такая рекомендация аналогична совету переложения функций мониторинга поведения менеджера на кредитора. В данном случае речь идет о «сильном, активном» новом собственнике, приход которого обеспечит дисциплинирующий эффект.

6.3. Сигнальная теория в финансовом менеджменте

На совершенном рынке предполагается отсутствие неопределенности. Это означает, что все экономические субъекты обладают полной (соответственно одинаковой) информацией о финансовых активах и инвестиционных возможностях. В ситуации неопределенности инвесторы (по крайней мере большая их часть) не знают истинную стоимость компании и вынуждены «ловить сигналы».

Значимость сигнальной теории на рынках неполной и асимметричной информации была высоко оценена академическим миром. Так, в 2001 г. Нобелевская премия по экономике была присуждена за работы в области построения сигналов (на рынке труда — М. Спенс, товаров — Дж. Акерлоф и на финансовом рынке — Дж. Стиглиц). Суть сигнальных эффектов заключается в том, что «плохие фирмы, работники, продавцы» не могут сымитировать качественный сигнал. Для них он становится слишком дорогим, затратным. Высокий финансовый рычаг и дивидендный выход являются качественными сигналами, которые «плохие фирмы» повторить не в состоянии. Именно так рынок смотрит на принимаемые финансовые решения.

В этом ключе выпуск акций рассматривается рынком как сигнал о «переоцененности» акций компании. Менеджеры стремятся извлечь из этой ситуации выгоды и предлагают акции рынку. Грамотные рыночные инвесторы согласятся их покупать только с существенным дисконтом к наблюдаемой рыночной цене. Если же в действительности компания недооценена, то выпуск новых акций приведет к перераспределению стоимости между владельцами собственного капитала. Новые инвесторы получают больше выгод. Если менеджеры действуют в интересах «старых» акционеров, то они должны дождаться благоприятного момента или добиться того, чтобы перераспределение стои-

мости компенсировалось созданием новых выгод от реализации инвестиционных возможностей за счет привлеченного нового капитала.

Таким образом, сигнальная теория утверждает, что к размещению нового собственного капитала менеджеры должны обращаться только в том случае, когда заемный капитал слишком дорог и ведет к издержкам финансовых затруднений. Сигнальные модели объясняют решения по структуре капитала и дивидендной политике компании.

Контрольные вопросы

1. Какие цели преследуют рациональные инвесторы? Как агентская теория объясняет одно из несовершенств рынка?
2. При каких условиях агентские отношения перерастают в конфликты? Почему в финансовом управлении важно диагностировать эти конфликты и необходима количественная оценка агентских затрат?
3. Какие агентские затраты принято учитывать в финансовом менеджменте?
4. Кто занимает позицию агента в конфликте «собственник — кредитор»? Почему при потенциальном росте акционерной стоимости этот конфликт порождает затраты, приводящие к падению общей стоимости бизнеса?
5. Как модели агентских конфликтов объясняют выгоды работы на заемном капитале и наличие определенной доли собственности в руках менеджеров?
6. Как сигнальные модели объясняют значимость финансовых решений?

Концепция временной стоимости денег

7.1. Понятие «временная стоимость денег»

При любом типе экономики деньги в текущий период стоят дороже, чем в будущем. Если человеку предложить 100 руб. сегодня или 100 руб. через год, то он безусловно, предпочтет первый вариант. Каковы причины такого поведения? Это можно объяснить следующим образом:

- для человека ценнее удовлетворение потребностей в настоящем, чем в будущем;
- инфляция уменьшает покупательную способность денежных средств;
- даже при отсутствии инфляции и острой необходимости в наличных денежных средствах человек предпочтет получить деньги сегодня, а не через год, так как их можно разместить на финансовом рынке и получить дополнительный доход.

Процентные ставки всегда больше нуля. Соответственно, передавая деньги в ссуду, гражданин требует от заемщика выплаты ссудного процента. Существуют две теории, объясняющие выплату процентов по ссудам.

Во-первых — теория предпочтения ликвидности. Разумный человек всегда стремится выбрать наиболее ликвидную форму своих финансовых активов, которой как раз и являются деньги. Поэтому процент уплачивается за то, что гражданин, отказываясь от данных активов, вместо этого получает менее ликвидный актив — ценные бумаги, банковский депозит и т.п.

Во-вторых — теория предпочтения текущих потребностей. Согласно данной теории, люди предпочитают потребление сегодня в противовес потреблению в будущем. Человек готов отказаться от потребления в настоящем только в том случае, если процентный доход обеспечит повышение его благосостояния в грядущем. Кредиторы видят в процентах вознаграждение, которое стимулирует их отказаться от текущих благ в пользу большего будущего потребления. Заемщики в ссудном

проценте видят расплату за то, что получили деньги сегодня, а не накапливали их в течение длительного периода времени.

Зависимость между «сегодняшними» и «будущими» деньгами графически можно представить в виде рис. 7.1.

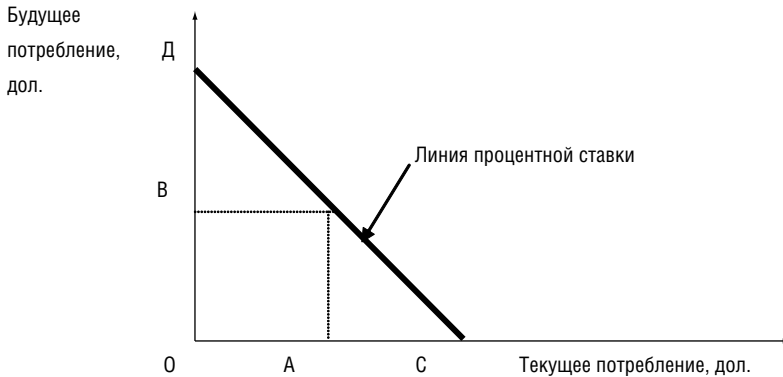


Рис. 7.1. Соотношение между текущим и будущим потреблением

На рисунке 7.1 по оси абсцисс показано потребление в настоящем, а по оси ординат — в будущем. Если человек в текущем году получает 2000 дол. (отрезок OA) и в следующем году ему гарантирована такая же сумма (отрезок OB), то он может:

- увеличить будущее потребление за счет отказа от текущего;
- увеличить текущее потребление за счет будущих поступлений.

Отказываясь полностью или частично от потребления в настоящем, человек размещает свои средства на рынке капиталов под определенный процент. На эффективных краткосрочных рынках наиболее безопасным является рынок государственных ценных бумаг, которые приносят гарантированный доход. Предположим, что их годовая доходность составляет 10%. Тогда человек, покупая ценные бумаги на 2000 дол., через год получает:

$$2000 \times (1 + 0,1) = 2200 \text{ дол.}$$

Продав эти ценные бумаги, инвестор получает 2200 дол., за счет чего может увеличить свое потребление в будущем году. На рисунке 7.1 рост потребления показывает отрезок BD. Таким образом, в совокупности будущее потребление составит:

$$2000 + 2200 = 4200 \text{ дол.}$$

Если человек хочет получить сегодня 2000 дол. будущих доходов, то ему нужно осуществить заем на рынке капиталов. За заемные сред-

ства ему придется выплатить определенные проценты. Поэтому сумма 2000 дол. должна включать и расходы на удовлетворение потребностей человека, и уплату процентов за привлеченные ресурсы.

Чтобы определить, какую сумму заемщик может использовать в своих целях, нужно из 2000 дол. вычесть проценты за пользование кредитом. Для этого рассчитывается текущая стоимость (*present value*, *PV*) будущих поступлений:

$$PV = \frac{C_F}{1+r} = \frac{2000}{1+0,1} = 1818,2 \text{ дол.},$$

где C_F — будущий денежный поток;
 r — ставка кредита.

Средства в размере 1818,2 дол. увеличивают текущее потребление человека, что на рис. 7.1 отражает отрезок AC. Совокупная приведенная стоимость текущего и будущего денежных потоков представлена на рисунке точкой C. Общая сумма средств на текущее потребление составляет:

$$C_P + \frac{C_F}{1+r} = 2000 + \frac{2000}{1+0,1} = 3818,2 \text{ дол.},$$

где C_P — текущий денежный поток.

В реальной жизни мало кто полностью отказывается от текущего потребления ради увеличения будущего или наоборот. Инвесторам приходится искать баланс между будущим и текущим потоками денежных средств. В принципе, в зависимости от того, какую сумму он собирается израсходовать в текущем году, человек может остановиться в любой точке на прямой CD (рис. 7.2).

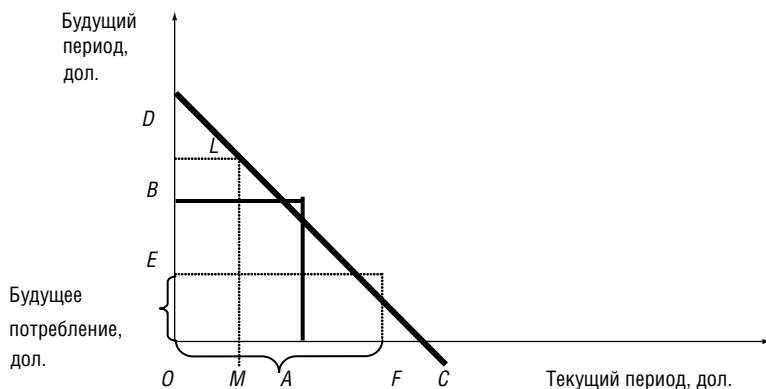


Рис. 7.2. Изменение величины текущего потребления

На рисунке 7.2 отрезок OA показывает текущие денежные поступления, отрезок OB — будущие доходы. Инвестор увеличивает текущее потребление за счет привлечения кредита на сумму AF , и соответственно будущее потребление уменьшается в размере BE . Рассуждая аналогичным образом, можно сказать, что человек может уменьшить текущее потребление, расходуя в настоящем периоде только часть денежных поступлений. Если его текущее потребление составляет величину, равную отрезку OM , то у него остаются свободные денежные средства в размере MA . Для того чтобы сберечь эти средства от обесценения, человек, как разумный инвестор, разместит их на финансовом рынке (положит на банковский депозит или купит ценные бумаги). На них будут начислены определенные проценты, и будущее потребление увеличится на сумму, равную отрезку BL .

Таким образом, мы можем сделать вывод, что определенная сумма денежных средств сегодня не равноценна аналогичной сумме через год. Различие между равными по абсолютной величине суммами денежных средств, получаемых (расходуемых) в разных периодах времени, называется *временной стоимостью денег*. Концепция временной стоимости денег лежит в основе определения денежных потоков, которые осуществляются в различные периоды.

7.2. Будущая стоимость

Рассмотрим пример размещения 100 руб. на банковском депозите под 15% сроком на один год. Текущая стоимость обозначается в финансовом менеджменте как PV . Таким образом, $PV = 100$ руб.

Через год инвестор на вложенный вклад получит 15 руб., т.е. сумма денежных средств равна сумме вклада плюс накопленные проценты:

$$100 + 15 = 115 \text{ руб.}$$

Следовательно, будущая стоимость сегодняшних 100 руб. равна 115 руб. Будущую стоимость (*future value, FV*) можно определить по формуле:

$$FV = PV(1 + r),$$

где r — рыночная процентная ставка.

В нашем примере будущая стоимость составит:

$$FV = PV \times (1 + r) = 100 \times (1 + 0,15) = 115 \text{ руб.}$$

Если через год инвестор из банка не забирает ни проценты, ни сумму первоначального взноса, а размещает эти средства на депозите

сроком еще на один год, то будущая стоимость размещенных средств составит:

$$FV = 115 \times (1 + 0,15) = 100 \times (1 + 0,15) \times (1 + 0,15) = 100 \times (1 + 0,15)^2 = 132,25 \text{ руб.}$$

В общем виде будущую стоимость текущих денежных средств можно представить следующим образом:

$$FV = PV \times (1 + r)^n$$

где r — годовая процентная ставка;
 $(1 + r)$ — коэффициент наращения;
 n — число лет наращения.

В рассмотренном примере предусмотрено, что инвестор вкладывает деньги на несколько лет под определенный процент. При этом сумма накопленных процентов не изымается, а остается на счете инвестора и на нее начисляются проценты.

Однако условия вклада могут быть и иные. Инвестор каждый год забирает накопленные проценты, а проценты за следующий год начисляются только на первоначальную сумму. В зависимости от способа начисления дохода на вложенный капитал различают простые и сложные проценты.

Простые проценты. По отдельным видам финансовых вложений (депозитные сертификаты, облигации и др.) доход начисляется по методу простых процентов. Например, если инвестор разместил 100 руб. на сберегательном депозите на 1,5 года под 15% годовых, то по окончании срока его доход составит:

$$100 \times 0,15 \times 1,5 = 22,5 \text{ руб.}$$

Таким образом, в данном случае доход инвестора через год составит 15%, через 1,5 года — 22,5%, через 2 года — 30%, через 3 года — 45% и т.д.

При начислении простых процентов будущая стоимость определяется по формуле:

$$FV = PV \times (1 + r \times n).$$

Если 1000 дол. размещены на депозите на пять лет под 10% годовых, то после завершения срока сумма средств, которыми будет располагать инвестор, составит:

$$1000 \times (1 + 0,1 \times 5) = 1500,$$

из которых 1000 дол. — это сумма первоначального взноса и 500 дол. — накопленные проценты.

Используя метод простых процентов, можно сказать, что объявленная номинальная ставка процента является реальной эффективной процентной ставкой. По этой ставке начисляются проценты только на первоначальную сумму взноса.

Сложные проценты. В основе метода сложных процентов лежит тот же принцип начисления ежегодных простых процентов, однако они начисляются не только на первоначальную сумму, но и на сумму процентов, накопленных за истекший период. В этом случае процентный доход не изымается, а остается на счете и прибавляется к величине первоначального взноса.

Будущую стоимость по методу сложных процентов рассчитывают по формуле

$$FV = PV \times (1 + r)^n.$$

Метод сложных процентов всегда интриговал людей. Дж. Кейнс назвал этот процесс «магией сложных процентов». Действительно, на длительных отрезках времени первоначальные суммы, вложенные под сложный процент, увеличиваются очень существенно.

Английский астроном Ф. Бейли в 1810 г. подсчитал, что если в год рождения Христа можно было бы положить 1 пенс под 5% годовых, то к началу XIX в. он превратился бы в такое количество золота, которого хватило бы для заполнения 357 млн земных шаров.

Более практичен был Б. Франклин. После своей смерти в 1790 г. он оставил 1000 фн. ст. (около 4600 дол.) Бостону с условием, что городские власти не будут трогать эти деньги в течение 100 лет. К 1890 году средства увеличились более чем в 72 раза и составили 332 000 дол.

Разницу между временной стоимостью простых и сложных процентов можно проследить на примере табл. 7.1.

Таблица 7.1

Стоимость инвестиций в размере 100 дол. на конец года при ставке 10%

Год	Простой процент, дол.	Сложный процент, дол.
1	110	110
2	120	121
3	130	133
4	140	146
...
10	200	259
50	600	11 739
100	1 100	1 378 061
200	2 100	18 990 527 622

Таблица показывает, что в первый год разница в доходе между простым и сложным процентом равна нулю. Затем она начинает незначительно возрастать и становится весьма существенной для 50-летнего периода и громадной для 200-летнего периода.

Для удобства расчета будущей стоимости применяют специальные таблицы, показывающие будущую стоимость денежной единицы через n лет при соответствующей годовой процентной ставке (табл. 7.2).

Таблица 7.2

Будущая стоимость денежной единицы

Год	Годовая процентная ставка							
	1%	2%	...	5%	6%	...	10%	15%
1-й	1,010	1,020	...	1,050	1,060	...	1,100	1,150
2-й	1,020	1,040	...	1,102	1,124	...	1,210	1,323
3-й	1,030	1,061	...	1,158	1,191	...	1,331	1,521
4-й	1,041	1,082	...	1,216	1,262	...	1,464	1,749
5-й	1,051	1,104	...	1,276	1,338	...	1,611	2,011
10-й	1,105	1,219	...	1,629	1,791	...	2,594	4,046
15-й	1,161	1,346	...	2,079	2,397	...	4,177	8,137
20-й	1,220	1,486	...	2,653	3,207	...	6,727	16,370

Пользуясь данной таблицей, определим, сколько денег будет на счете инвестора, который положил 1000 руб. на банковский депозит под 10% сроком на 15 лет. Мы движемся по столбцу «год» до строки 15 лет, а затем перемещаемся по ней вправо до столбца 10%. На пересечении строки и столбца показан итоговый коэффициент, равный 4,177. Следовательно, для нашего примера будущая стоимость вклада:

$$FV = 1000 \times 4,177 = 4177 \text{ руб.}$$

На рисунке 7.3 представлена динамика изменения первоначально-го вклада при простом и сложном начислении процентов.

При простом проценте увеличение стоимости идет по прямой равномерно. При сложном проценте наблюдается ускоренный рост накоплений. Кривая роста тем круче, чем выше ставка процента и длиннее срок инвестирования.

Кроме годового начисления процентов встречаются иные формы инвестиций, по которым проценты начисляются несколько раз в течение года. В этом случае будущая стоимость рассчитывается по формуле

$$FV = PV \times \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{mn},$$

где m — число периодов начисления процентов в год.

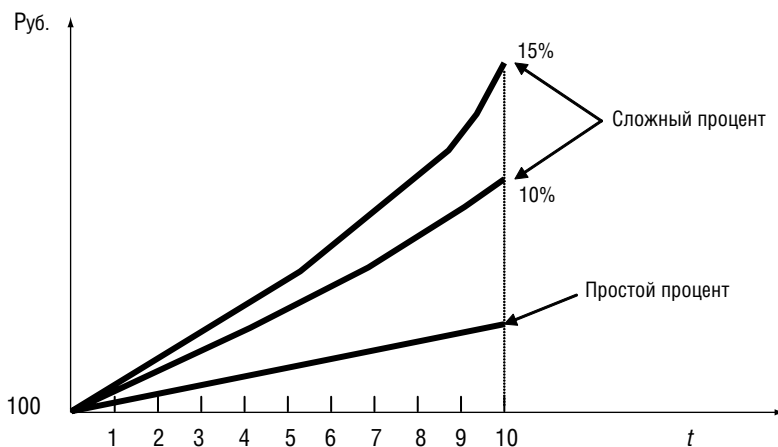


Рис. 7.3. Рост стоимости при простом и сложном проценте

Рассмотрим пример, когда инвестор разместил на банковском депозите 100 руб. сроком на один год, но условиями договора предусмотрено, что начисление процентов осуществляется по полугодиям. Если годовая процентная ставка составляет 15%, то за шесть месяцев начисляется 7,5%. Будущая стоимость годового депозита в нашем примере составит:

$$FV = 100 \times \left(1 + \frac{0,15}{2}\right)^2 = 115,56 \text{ руб.}$$

Если выплаты идут несколько раз в течение года, то реальный процент получается больше, чем номинальная процентная ставка. В таблице 7.3 показаны номинальные процентные ставки и реальные (эффективные) проценты.

Таблица 7.3

Номинальные и эффективные процентные ставки

Количество выплат в году	Номинальный процент			
	5%	10%	15%	20%
1	5,00	10,00	15,00	20,00
2	5,06	10,25	15,56	21,00
4	5,09	10,38	15,87	21,55
12	5,12	10,47	16,08	21,94
365	5,13	10,52	16,18	22,13

Из представленной таблицы видно, что если выплаты осуществляются один раз в год, то номинальная процентная ставка, указанная

в договоре, равна эффективному проценту. Если же проценты начисляются несколько раз в год, то эффективный процент больше номинальной процентной ставки. Например, если в договоре указана годовая процентная ставка 15%, а начисление процентов осуществляется ежеквартально, то фактически через год инвестор заработает 15,87%. Если банк предлагает два варианта размещения средств на депозите: 15,5% с выплатой раз в год и 15% с ежеквартальным начислением процентов, то второй вариант более выгоден, так как фактическая доходность составит 15,87%.

Данные таблицы свидетельствуют, что чем чаще осуществляется начисление процентов в течение года, тем выше фактическая доходность по сравнению с номинальной. Поэтому при инвестировании средств необходимо учитывать частоту процентных выплат.

7.3. Текущая стоимость

Как мы выяснили ранее, сегодняшние деньги стоят дороже, чем будущие. Если нам предлагают купить бескупонную облигацию, а через год обещают эту ценную бумагу погасить и выплатить 1000 руб., то необходимо определить цену данной облигации, по которой мы согласились бы ее купить. По сути дела, для нас задача сводится к определению текущей стоимости 1000 руб., которые мы получим через год.

Текущая стоимость является обратной стороной будущей стоимости. **Текущая стоимость** — это дисконтированная стоимость будущего денежного потока. Ее можно вывести из формулы определения будущей стоимости:

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^n} = FV \times \frac{1}{(1+r)^n} \times n,$$

где PV — текущая стоимость;
 FV — будущие платежи;
 r — ставка дисконтирования;

$\frac{1}{(1+r)}$ — коэффициент дисконтирования;

n — число лет.

Пользуясь данной формулой, мы можем определить цену облигации. Для этого нужно знать ставку дисконтирования. В качестве ставки дисконтирования берут доходность, которую можно получить

на финансовом рынке, вкладывая деньги в какой-либо финансовый инструмент с аналогичным уровнем риска (банковский депозит, вексель и т.п.). Если у нас есть возможность разместить деньги в банке с 15% годовых, то цена предлагаемой нам облигации составит:

$$PV = 1000 \times \frac{1}{1 + 0,15} = 869 \text{ руб.}$$

Таким образом, купив данную облигацию за 869 руб. и получив через год при ее погашении 1000 руб., мы заработаем 15%.

Рассмотрим пример, когда инвестору требуется определить первоначальную сумму вклада. Если через четыре года инвестор хочет получить в банке сумму, равную 15 тыс. дол. при рыночных валютных процентных ставках 12% годовых, то какую сумму ему нужно разместить на банковском депозите? Рассчитаем ее по формуле

$$PV = \frac{15\,000}{(1 + 0,12)^4} = 9553 \text{ дол.}$$

Для вычисления приведенной стоимости целесообразно пользоваться таблицами дисконтирования, показывающими текущую стоимость денежной единицы, которую предполагается получить через несколько лет. В таблице 7.4 представлен фрагмент таблицы коэффициентов дисконтирования, показывающий приведенную стоимость денежной единицы.

Таблица 7.4

**Приведенная стоимость денежной единицы,
которая будет получена через n лет**

Год	Годовая процентная ставка							
	1%	2%	...	5%	6%	...	10%	15%
1	0,990	0,980		0,952	0,943		0,909	0,870
2	0,980	0,961		0,907	0,890		0,826	0,756
3	0,971	0,942		0,864	0,840		0,751	0,658
4	0,961	0,924		0,823	0,792		0,683	0,572
5	0,951	0,906		0,784	0,747		0,621	0,497
6	0,942	0,888		0,746	0,705		0,564	0,432
7	0,933	0,871		0,711	0,665		0,513	0,376
10	0,905	0,820		0,614	0,558		0,386	0,247
15	0,861	0,743		0,481	0,417		0,239	0,123
20	0,820	0,673		0,377	0,312		0,149	0,061

Например, требуется определить приведенную стоимость 500 дол., которые предполагается получить через семь лет при ставке дисконтирования 6%. В таблице на пересечении строки 7 лет и столбца 6% находим коэффициент дисконтирования, равный 0,665. В этом случае приведенная стоимость 500 дол. = $500 \times 0,6651 = 332,5$ дол.

Если проценты выплачивать чаще чем один раз в год, то формула определения текущей стоимости модифицируется аналогично тому, как мы поступали с расчетами будущей стоимости. При многократном начислении процентов в течение года формула определения текущей стоимости имеет вид:

$$PV = \frac{FV}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{m \times n}}.$$

Предположим, что в рассмотренном выше примере с четырехлетним депозитом проценты по вкладу начисляются ежеквартально. В этом случае, чтобы получить через четыре года 15 000 дол., инвестор должен разместить на депозите сумму, равную:

$$PV = \frac{15\,000}{(1 + 0,12 : 4)^{4 \times 4}} = 9347 \text{ дол.}$$

Таким образом, чем чаще идет начисление процентов, тем при заданном конечном результате меньше текущая стоимость, т.е. взаимосвязь между частотой начисления процентов и текущей стоимостью обратная в отличие от той, которая складывается для будущей стоимости.

В практической деятельности финансовые менеджеры постоянно сталкиваются с проблемой выбора вариантов, когда необходимо сравнивать разновременные денежные потоки. Например, существует два варианта финансирования строительства нового объекта. Общий срок строительства составляет четыре года, сметная стоимость строительства — 10 млн руб. В конкурсе на получение подряда участвуют две организации, которые предлагают следующие условия оплаты работ по годам (табл. 7.5).

Сметная стоимость строительства одинакова, однако затраты по времени их осуществления распределены неравномерно. Организация *A* основную сумму затрат (40%) осуществляет в конце строительства, а организация *B* — в начальный период. Безусловно, для заказчика более выгодно затраты на оплату отнести на конец периода, так как с течением времени деньги обесцениваются.

Таблица 7.5

Сметная стоимость строительства, млн руб.

Годы	Организация <i>A</i>	Организация <i>B</i>
1	1	4
2	2	3
3	3	2
4	4	1
Итого	10	10

Для того чтобы сравнить разновременные денежные потоки, необходимо найти их приведенную к текущему моменту времени стоимость и просуммировать полученные значения.

Приведенная стоимость потока платежей (*PV*) рассчитывается по формуле:

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

где C_t — денежный поток в году t ;
 t — порядковый номер года;
 r — ставка дисконтирования.

Если в рассматриваемом примере $r = 15\%$, то результаты расчетов приведенных стоимостей по двум вариантам выглядят следующим образом (табл. 7.6).

Таблица 7.6

Расчет приведенных стоимостей

Годы	Коэффициент дисконтирования $1 : (1+r)^t$	Номинальная стоимость, млн руб.		Приведенная стоимость, млн руб.	
		<i>A</i>	<i>B</i>	<i>A</i>	<i>B</i>
1	0,87	1	4	0,87	3,48
2	0,76	2	3	1,52	2,27
3	0,66	3	2	1,48	1,31
4	0,57	4	1	2,28	0,57
Итого	—	10,0	10,0	6,65	7,63

По критерию приведенной стоимости вариант финансирования, предложенный организацией *A*, оказался дешевле, чем предложение организации *B*. Заказчик при прочих равных условиях безусловно предпочтет отдать подряд организации *A*.

7.4. Бессрочная рента и аннуитет

7.4.1. Бессрочная рента

Среди финансовых инструментов можно встретить такие, которые в течение неограниченного периода дают постоянный доход. Примером могут служить британские консоли (выпущенные британским правительством консолидированные облигации). Правительство ежегодно выплачивает их владельцам 4,5 фн. ст. Данные ценные бумаги не имеют срока погашения, и следовательно, инвестор в течение бесконечного отрезка времени получает фиксированный годовой доход. Фиксированные равновеликие платежи, совершаемые через одинаковые промежутки времени, в течение неограниченного срока, называются **бессрочной рентой**.

Как определить текущую стоимость бессрочной ренты? Вернемся к нашему примеру с британскими консолями. Если известно ежегодное поступление по данной облигации, то текущая цена этой ценной бумаги определяется по формуле:

$$PV = \frac{C}{r},$$

где PV — текущая (приведенная) стоимость;
 C — постоянный годовой доход;
 r — требуемая годовая доходность (ставка дисконтирования).

Если годовая доходность, которую требует инвестор по государственным ценным бумагам британского правительства, составляет 6,5%, а по облигациям ежегодно выплачивается 4,5 фн. ст., то текущая стоимость облигации составит:

$$PV = \frac{4,5}{0,065} = 69,23 \text{ фн. ст.}$$

Как видим, формула определения текущей стоимости достаточно проста. Однако насколько она корректна? Давайте проверим и выведем эту формулу из классической формулы приведенной стоимости.

1. Определим текущую стоимость будущих платежей:

$$PV = \frac{C}{1+r} + \frac{C}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C}{(1+r)^n}. \quad (1)$$

2. Умножим обе части уравнения на $\frac{1}{1+r}$:

$$PV \times \frac{1}{1+r} = \left[\frac{C}{1+r} + \frac{C}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C}{(1+r)^n} \right] \times \frac{1}{1+r}.$$

3. В результате получим:

$$PV \times \frac{1}{1+r} = \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{C}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C}{(1+r)^{n+1}}. \quad (2)$$

4. Вычтем из уравнения (1) уравнение (2):

$$PV - PV \times \frac{1}{1+r} = \frac{C}{1+r} - \frac{C}{(1+r)^{n+1}}.$$

Если операция совершается на бессрочном периоде действия, то есть n стремится к бесконечности, то выражение $\frac{C}{(1+r)^{n+1}}$ становится бесконечно малой величиной, которой можно пренебречь. В этом случае мы получаем:

$$PV \times \left(1 - \frac{1}{1+r}\right) = \frac{C}{1+r}.$$

5. Умножим обе части на $(1+r)$:

$$PV \times r = C.$$

6. Отсюда приведенная стоимость равна:

$$PV = \frac{C}{r}.$$

7.4.2. Аннуитет

Аннуитет — несколько равновеликих выплат в течение определенного числа лет. Суть аннуитета заключается в том, что из первоначальной суммы, размещенной под определенный процент, в течение нескольких лет делаются равновеликие выплаты. К концу срока инвестор все средства выбирает и их остаток на счете равен нулю.

Пример. Человек за изобретение получил вознаграждение в размере 10 000 дол. Он не хочет эти деньги тратить сразу, а намеревается

использовать их в течение 10 лет равными долями. При этом, как разумный инвестор, он хочет, чтобы на неиспользуемую часть денежных средств начислялись определенные проценты. Поэтому он размещает 10 000 дол. на банковском депозите с начислением 5% годовых и предусматривает в условиях договора равномерное получение денежных средств, с тем чтобы через 10 лет выбрать всю сумму с учетом накопленных процентов. Какую же сумму будет получать инвестор ежегодно? Ее можно вычислить на основе формулы текущей стоимости аннуитета, которая имеет следующий вид:

$$PV = C \left[\frac{1}{r} - \frac{1}{r(1+r)^n} \right],$$

где PV — текущая стоимость аннуитета;
 C — сумма ежегодного денежного потока;
 r — ставка дисконтирования;
 n — число лет аннуитета.

Известно, что текущая стоимость аннуитета составляет 10 000 дол., которые помещаются в банк под 5% годовых на 10 лет. Следовательно, мы можем найти C — сумму годовых платежей:

$$10\,000 = C \left[\frac{1}{0,05} - \frac{1}{0,05 \times (1 + 0,05)^{10}} \right].$$

Таким образом, сумма ежегодных равномерных платежей составит 1295,05 дол.

Достаточно часто решается обратная задача, когда человек желает в течение определенного числа лет получать фиксированные равновеликие суммы. Ему требуется знать, какую сумму он должен разместить сегодня, чтобы в будущем получить желаемые средства. Примером такой ситуации может служить покупка человеком пенсионного аннуитета у страховой компании. Например, человек хочет в течение 10 лет получать ежегодно 3000 дол. Он обращается в страховую компанию, которая предлагает купить страховой полис на 10 лет с начислением 15% годовых. Какую сумму необходимо внести человеку в оплату страхового полиса? Эта сумма рассчитывается по вышеприведенной формуле:

$$PV = 3000 \left[\frac{1}{0,05} - \frac{1}{0,05 \times (1 + 0,05)^{10}} \right] = 3000 \times 5,019 = 15\,057 \text{ дол.}$$

Для того чтобы не производить громадные расчеты, существуют специальные таблицы аннуитетов, которые показывают приведенную

стоимость денежной единицы для каждого года. В таблице 7.7 представлен фрагмент подобной таблицы.

Таблица 7.7

Таблица аннуитета: приведенная стоимость денежной единицы в год

Год	Годовая процентная ставка								
	1%	2%	...	5%	6%	7%	8%	...	15%
1	0,990	0,980		0,952	0,943	0,935	0,926		0,870
2	1,970	1,942		1,859	1,833	1,808	1,783		1,626
3	2,941	2,844		2,723	2,673	2,624	2,577		2,283
4	3,902	3,808		3,546	3,465	3,387	3,312		2,855
5	4,853	4,713		4,329	4,121	4,100	3,993		3,352
10	9,471	8,983		7,772	7,360	7,024	6,710		5,019
15	13,870	12,850		10,380	9,712	9,108	8,559		5,847
20	18,050	16,350		12,460	11,470	10,590	9,818		6,259

В нашем примере срок аннуитета составляет 10 лет, по которому выплачивается 15% годовых. Пользуясь таблицей, на пересечении строки 10 лет и столбца 15% мы находим приведенную стоимость одной денежной единицы, равную 5,019. Если ежегодный платеж составляет 3000 дол., то приведенная стоимость аннуитета равна:

$$3000 \times 5,019 = 15\,057 \text{ дол.}$$

7.4.3. Поэтапное погашение ссуды

Одним из направлений использования теории временной стоимости денег является расчет сумм платежей при погашении отдельных видов займов. Такие виды займов, как ссуды на приобретение недвижимости, автомобилей и ряд других, предусматривают поэтапное погашение заемщиком полученных ссуд. При этом предусматривается, что погашение ссуды и выплата процентов осуществляются равновеликими платежами в течение определенного срока. *Процесс погашения ссуды равновеликими платежами с учетом начисленных процентов называется амортизацией ссуды.*

Пример. Компания получила от банка кредит в размере 80 млн руб. сроком на 4 года под 15% годовых. Условиями договора предусмотрено, что ссуда погашается поэтапно четырьмя равными платежами в течение четырех лет. Данная операция представляет собой

не что иное, как аннуитет. В начальный момент времени банк передал предприятию 80 млн руб., а предприятие обязуется погасить займ равными платежами. Полученные 80 млн руб. представляют собой текущую стоимость аннуитета на 4-летний период с 15%-ной ставкой. Для определения суммы платежа воспользуемся данными табл. 7.7 и рассчитаем, что коэффициент составляет 2,855. Следовательно текущая стоимость аннуитета равна:

$$80 = C \times 2,855.$$

Отсюда сумма годового платежа составляет:

$$80 : 2,855 = 28,02 \text{ млн руб.}$$

Таблица 7.8

Схема поэтапного погашения ссуды, млн руб.

Год	Сумма платежа, всего	В том числе		Оставшаяся часть долга
		Основная сумма долга	Сумма процентных выплат	
1	28,02	16,02	12,00	63,98
2	28,02	18,42	9,60	45,56
3	28,02	21,19	6,83	24,37
4	28,02	24,37	3,65	—

Сумма платежа складывается из двух составляющих: одна из них используется для погашения основной суммы долга, а другая для выплаты процентов по ссуде. В представленной таблице видно, что проценты начисляются на остаток непогашенных средств на начало года. В первый год проценты начисляются на первоначальную сумму, т.е. 15% от 80 млн руб., что составит 12 млн руб. Сумма погашения основного долга будет равна:

$$28,02 - 12,0 = 16,02 \text{ млн руб.}$$

Следовательно, на конец года предприятие должно по ссуде:

$$80 - 16,02 = 63,98 \text{ млн руб.}$$

Во втором году проценты начисляются на оставшуюся сумму, и так последовательно в течение четырех лет, пока не будет погашена вся сумма займа. В этом случае остаток на счете равен нулю.

Особенностью поэтапного погашения ссуды является то, что в первые годы процентные выплаты достаточно велики, а сумма погаша-

емого долга относительно невелика. По мере приближения к сроку погашения всей ссуды процентные платежи уменьшаются, а сумма погашения основного долга возрастает.

На рисунке 7.4 графически представлена схема поэтапного погашения ссуды.

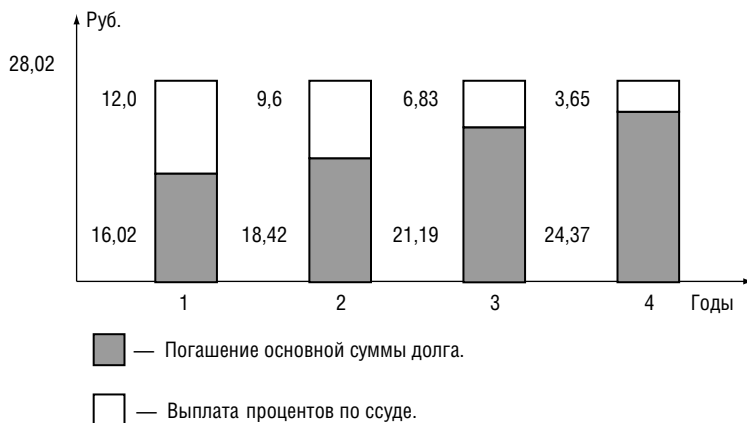


Рис. 7.4. График поэтапного погашения ссуды

Как видно из представленного рисунка, сумма ежегодных платежей одинакова и составляет 28,02 млн руб. Однако структура платежей существенно различается. Если в первый год сумма процентных платежей составляет 12 млн руб., или 42,8% от общего объема выплат, то в последний, четвертый, год она уменьшается более чем в 3 раза и составляет 3,65 млн руб., или всего 13% от общей суммы выплат. Соответственно возрастает доля платежей, связанная с погашением основной суммы долга.

7.5. Чистая приведенная стоимость

При осуществлении инвестиционных проектов необходимо учитывать как затраты на их реализацию, так и поступления денежных средств, которые получает предприятие по данному проекту. Затраты на проведение проекта — это отток денежных средств из компании, который показывается в расчетах со знаком «-». Доход от реализации проекта — это приток средств в компанию, который показывается со знаком «+».

Любому инвестору понятно, что суммарные доходы должны превышать расходы на осуществление проекта, так как только в этом случае он получит прибыль. Однако используя абсолютные суммы денежных средств, можно получить ошибочный результат.

Пример. Компания рассматривает два инвестиционных проекта, чтобы выбрать для реализации наиболее эффективный (табл. 7.9).

Таблица 7.9

Затраты и поступления по проектам, млн руб.

Год	Проект А		Проект В	
	Затраты	Поступления	Затраты	Поступления
0*	80	—	50	—
1	20	20	50	4
2	—	30	—	60
3	—	50	—	30
4	—	50	—	10
Итого	100	150	100	140

* Период 0 означает, что вложения делаются сегодня.

Поверхностный анализ показывает, что при одинаковой величине затрат проект А дает доход 150 млн руб., а проект В — только 140 млн руб. На основании этого делается вывод, что чистый денежный поток, рассчитываемый как разница между доходами и затратами, по проекту А равен $(150 - 100) = 50$ млн руб., а по проекту В = 40 млн руб.

Но при таком подходе не учитывается фактор времени проведения расходов и поступления доходов.

Для того чтобы сделать обоснованный вывод, необходимо все денежные потоки привести к одному моменту времени, т.е. продисконтировать. На основе сопоставления приведенных денежных потоков рассчитывается чистая приведенная стоимость (*NPV*).

Чистая приведенная стоимость — это разница между приведенной стоимостью денежных поступлений и инвестициями. Она рассчитывается по формуле:

$$NPV = C_0 + \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_1}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_1}{(1+r)^n} = \sum_{i=0}^n \frac{C_i}{(1+r)^i},$$

где C — денежные потоки в 1, 2, 3 году;
 r — ставка дисконтирования;
 t — число лет до окончания проекта.

При этом необходимо учитывать, что денежные потоки могут быть как со знаком «+», так и со знаком «-».

Если в нашем примере $r = 10\%$, то все разновременные денежные потоки приведем к текущему моменту времени (табл. 7.10). Чистый денежный поток рассчитывается как разница между поступлением и затратами. Если затраты больше, чем поступления, то чистый денежный поток показывается со знаком «-».

Таблица 7.10

Расчет чистой приведенной стоимости, млн руб.

Год	Коэффициент дисконтирования	Проект А		Проект В	
		Чистый денежный поток	Приведенная стоимость	Чистый денежный поток	Приведенная стоимость
0	—	-80	-80	-50	-50
1	0,909	—	—	-10	-9,1
2	0,826	30	24,9	60	49,6
3	0,751	50	37,6	30	22,5
4	0,683	50	34,2	10	6,8
Чистая приведенная стоимость		—	16,6	—	19,8

По критерию NPV проект В оказался более эффективен, так как чистая приведенная стоимость по нему составляет 19,8 млн руб., в то время как по проекту А она равна 16,6 млн руб.

Показатель NPV широко применяется при оценке инвестиционных проектов. Если $NPV > 0$, то предложение принимается, если $NPV < 0$, то проект отклоняется.

При этом показатель NPV используется не только при сравнении нескольких проектов и выборе из них наиболее эффективного, но и при оценке целесообразности осуществления индивидуального инвестиционного проекта. При этом мы исходим из того, что у предприятия всегда есть альтернативная возможность использования денежных средств, которые требуются для реализации проекта. Эти деньги можно разместить на финансовом рынке, купив ценные бумаги, положив в банк на депозит, или просто выплатить их акционерам в виде дивидендов.

Рассмотрим упрощенный инвестиционный проект, который предусматривает покупку и установку оборудования в сумме 10 млн руб. Оборудование используется в течение четырех лет для производства изделий, после чего оно полностью изнашивается и списывается. В таблице 7.11 представлены денежные потоки по проекту.

Таблица 7.11

Денежные потоки по проекту, млн руб.

Год	0	1	2	3	4	Итого
Затраты (отток)	10	—	—	—	—	10
Поступление средств (приток)	—	3	3	3	3	12

В целом поступления превышают сумму затрат на 2 млн руб., которые представляют собой прибыль компании. Такой подход к оценке проекта дает ошибочные результаты, так как имеет следующие недостатки:

- базируется на бухгалтерском определении дохода, а не на денежных потоках;
- не учитывается время оттока и притока средств;
- не учитывается временная стоимость денег.

Мы с вами, как грамотные инвесторы, постараемся избежать этих ошибок и будем оценивать проект по критерию *NPV*. Если на финансовом рынке мы можем разместить 10 млн руб. под 10% годовых, приобретя финансовый актив с таким же уровнем риска, как и наш проект, то *NPV* проекта составит:

$$NPV_{\text{проекта}} = -10 + \frac{3}{1,1} + \frac{3}{1,1^2} + \frac{3}{1,1^3} + \frac{3}{1,1^4} = -0,5 \text{ млн руб.}$$

При расчете *NPV* затраты на приобретение, доставку и монтаж оборудования показываются со знаком «-», а поступления со знаком «+». С учетом временной стоимости денег чистая приведенная стоимость получилась отрицательной величиной, и мы можем сказать, что проект неэффективен.

Для наглядности денежные потоки показывают в виде диаграммы. Для нашего примера диаграмма движения денежных потоков представлена на рис. 7.5.

Следует отметить, что в реальной практике по инвестиционным проектам возможны разнообразные виды денежных потоков. На рисунке 7.6а представлен случай, когда вслед за первоначальными вложениями следуют возрастающие денежные поступления, которые убывают, когда проект исчерпает свои возможности (например, продукция устаревает). На рисунке 7.6б после стартовых вложений, которые длятся два года, следует серия денежных поступлений, а затем инвестиции требуются вновь (например, чтобы модернизировать производство), после чего вновь идут чистые поступления средств.

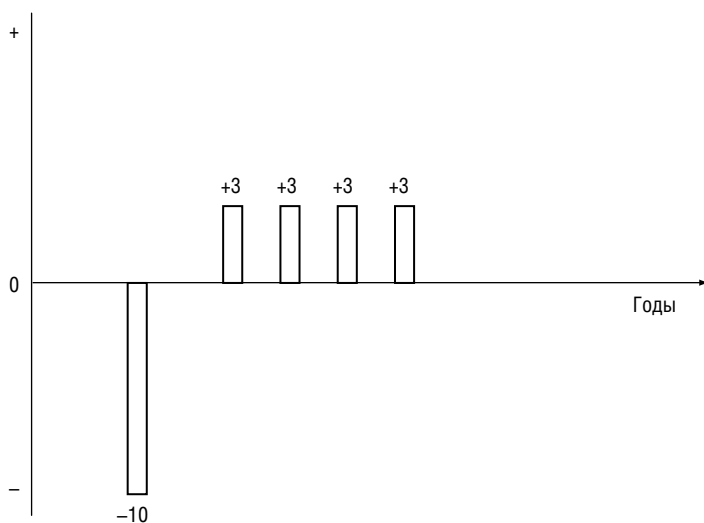


Рис. 7.5. Движение денежных средств по проекту

Таким образом, мы видим, что в зависимости от конкретных условий реализации инвестиционных проектов профили движения денежных потоков могут быть весьма разнообразны.

Контрольные вопросы

1. В чем суть концепции временной стоимости денег? Какие теории объясняют целесообразность и нецелесообразность выплаты процентов по ссудам?
2. Покажите на графике, как за счет экономии на текущем потреблении можно увеличить будущее потребление и, наоборот, как за счет будущих доходов можно увеличить текущее потребление?
3. Как определяется будущая стоимость денежных средств, размещенных на банковском вкладе?
4. Что такое коэффициент наращивания?
5. Каковы последствия начисления дохода на вклад при использовании простых процентов, сложных процентов и при начислении процентов несколько раз в течение года?
6. Как рассчитывается текущая стоимость будущих денежных поступлений?

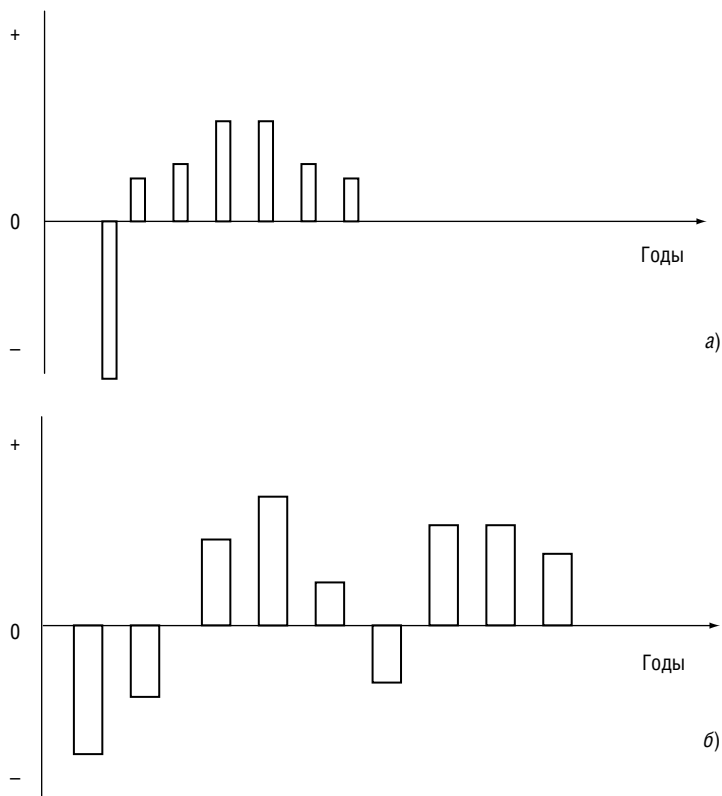


Рис. 7.6. Варианты денежных потоков

7. Что такое ставка дисконтирования и коэффициент дисконтирования?
8. Что такое бессрочная рента и как рассчитывается текущая стоимость бессрочных рентных платежей?
9. Что такое аннуитет и как рассчитывается стоимость аннуитета?
10. В чем суть чистой приведенной стоимости денежных потоков?

Концепция риска и доходности

Любому человеку приходится принимать решения в условиях неопределенности, когда невозможно со 100%-ной уверенностью предсказать будущий результат, вследствие чего каждому его решению присущи определенные риски. Под **риском** понимается вероятность неблагоприятного исхода, когда инвестор или компания не получают ожидаемого результата.

Принимая постановление об инвестировании денежных средств на финансовом рынке, инвестор должен ориентироваться не только на ожидаемую доходность, но и учитывать существующие на этом рынке риски. В результате неблагоприятных факторов инвестор может получить не доход, а убыток. Компания, вкладывая средства в реализацию инвестиционного проекта, должна прогнозировать как его ожидаемую эффективность, так и одновременно оценивать степень его риска. Риск конкретного проекта может быть настолько велик, что это может привести к существенному ухудшению технико-экономических показателей деятельности компании. Инвесторы начнут оценивать свои вложения в активы данного предприятия как рискованные, что приведет к снижению стоимости акций и уменьшению капитализации компании. Поэтому, обладая информацией об ожидаемой эффективности проекта, следует оценить риски, связанные с его осуществлением, сопоставить прогнозируемый доход с риском и только после этого принимать решения о возможности осуществления данного проекта.

Рассматривая риск как вероятность неполучения ожидаемого результата, следует учитывать, что данное событие может как произойти, так и не произойти. В зависимости от отношения к риску можно выделить две крайние категории инвесторов и менеджеров. Первый тип представляют собой люди, полностью игнорирующие риск и принимающие решения, базируясь только на показателях будущей доходности. В результате благоприятного стечения обстоятельств можно получить очень высокий доход. Однако можно понести и серьезные потери, если события будут развиваться в неблагоприятном направлении. Ко второму типу можно отнести менеджеров и инвесторов, которые панически боятся риска и предпочитают отказаться от реализации проекта и, следовательно, получения будущих доходов, так как нет полной гарантии положительного результата. В данной ситуации человек полностью избегает рискованных вложений и возможных по-

терь. Однако он отказывается и от будущей возможной прибыли, т.е. несет убытки в виде упущенной выгоды.

Как всегда, истина лежит посередине: необходимо опасаться риска, но и принимать его в разумных пределах для осуществления тех или иных проектов, разрабатывая систему управления рисками, которая включает в себя:

- выявление сфер возникновения рисков;
- количественную оценку риска;
- определение степени риска в сопоставлении с уровнем доходности от реализации проекта;
- разработку мероприятий по снижению рисков и их страхованию.

8.1. Классификация рисков

В практической деятельности финансовому менеджеру в процессе принятия решения приходится учитывать разнообразные риски. Угруппированная классификация рисков представлена на рис. 8.1.

Все риски можно разделить на две большие группы. Внешние, существующие вне зависимости от деятельности компании, — их необходимо учитывать менеджерам при разработке управленческих решений. Внутренние, обусловленные факторами, действующими в самой компании, — данные риски, реализуя конкретные мероприятия, предприятие может устранить.

Первая группа — внешние риски, среди которых выделяют:

политические, связанные с политической обстановкой в стране и деятельностью органов государственной власти (революции, военные действия, национализация частной собственности, конфискация имущества, приватизация, международная обстановка и др.);

законодательные, обусловленные изменением действующих и выходом новых законодательных и нормативных актов, ухудшающих положение компании, включая утяжеление налогового бремени (введение новых налогов, отмена налоговых льгот, повышение налоговых ставок и т.п.);

природно-естественные, связанные с возможными стихийными бедствиями и загрязнением окружающей среды (наводнения, пожары, землетрясения и т.п.);

региональные, присущие отдельным регионам, в которых предприятие ведет свою производственную и коммерческую деятельность (например, законодательство регионов, местные налоги и льготы, которые необходимо учитывать при реализации проектов);

отраслевые, связанные с общими тенденциями развития отрасли, к которой относится предприятие;

макроэкономические, представляющие собой систему рисков, обусловленных развитием экономических процессов как в стране, так и в целом в мире.

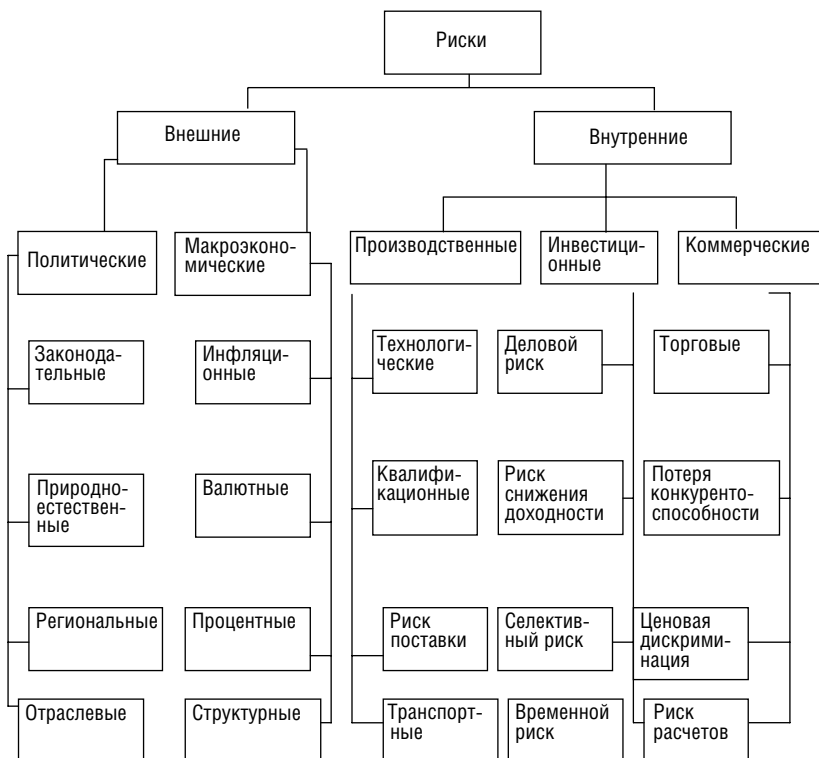


Рис. 8.1. Классификация рисков

В свою очередь среди макроэкономических рисков выделяют:

инфляционные, связанные с потерей покупательной способности денежных средств. В эту же группу входят и дефляционные риски, проявляющиеся в снижении цен на выпускаемую продукцию, в результате чего предприятие не сможет продать товары по предполагаемым ценам и соответственно получит меньший доход;

валютные, связанные с динамикой валютного курса, неблагоприятной для компании. Данный вид рисков затрагивает в первую очередь предприятия, производящие продукцию на экспорт и приобретающие

товары за рубежом для внутренних потребностей. Для экспортеров риск связан с укреплением национальной валюты, что подрывает конкурентоспособность товаров на мировом рынке, а для импортеров он заключается в снижении курса национальной валюты, в результате чего импортные товары на внутреннем рынке становятся чрезмерно дорогими и импортер не может их реализовать;

процентные, несущие в себе опасность изменения рыночных процентных ставок. Предприятие — эмитент облигаций, привлекающее заемные средства на долгосрочный период под фиксированный процент, подвергается риску снижения процентных ставок. Если процентные ставки уменьшаются, то денежные средства на финансовом рынке можно занять под более низкий процент. Компания, которая ранее выпустила облигации с фиксированным купоном, соответствующим действовавшим тогда более высоким процентным ставкам, будет нести убытки, так как она вынуждена до срока погашения облигаций выплачивать купонный доход по установленным ставкам, оказывающимся выше ныне действующих. Это ведет к удорожанию стоимости обслуживания долга. Если процентные ставки растут, то это приводит к снижению стоимости ценных бумаг с фиксированным доходом и потерям, которые несут владельцы данных активов;

структурные, связанные с проведением государственными органами структурной перестройки экономики. Так, поддержка развития приоритетных видов деятельности (государственное или льготное финансирование, налоговые освобождения и т.д.) делает эти предприятия более конкурентоспособными по сравнению с другими производителями.

Вторая группа — внутренние риски. Выделяют три группы внутренних рисков:

производственные, связанные с особенностями технологического процесса на конкретном предприятии, уровнем квалификации работников, организацией поставок сырья и материалов и осуществлением транспортных перевозок. Внедряемые в компании новые технологические процессы, прекрасно себя зарекомендовавшие в опытных условиях, не всегда дают такой же результат в серийном производстве. В ряде случаев существующая квалификация работников не позволяет полностью реализовать потенциал нового оборудования. Кроме того, при переходе на выпуск новых видов изделий меняются поставщики сырья, материалов, комплектующих, что может привести к срыву или задержке поставок как по вине отправителей, так и по вине транспортных организаций в связи с неотработанностью схем кооперации;

инвестиционные, заключающиеся в потенциальной угрозе недостижения запланированного результата. Это может проявиться в ошибочности осуществления конкретного инвестиционного проекта, что влечет за собой крупные финансовые потери и может привести к банкротству компании (деловой риск). В ряде случаев ошибки бывают не столь драматичными. Они не приводят к банкротству и потере бизнеса, но предприятие несет убытки в связи с недополучением запланированного уровня доходности. Селективный риск заключается в ошибочном формировании портфеля ценных бумаг, неправильном отборе инвестиционных проектов, неверном выборе объектов инвестирования. Временной риск связан с ошибками в определении времени проведения инвестиций. В ряде случаев компании вкладывают свободные денежные средства в ценные бумаги, когда рынок находится на подъеме, в надежде на дальнейший рост котировок акций. Однако вслед за ростом следует коррекция рынка и цены на акции снижаются. Если компании в это время потребуются денежные средства, то она вынуждена будет продать ценные бумаги с убытком;

коммерческие, связанные с неверно проведенными маркетинговыми исследованиями. В результате компания не может реализовать весь объем произведенной продукции, которая оседает на складах и ведет к «омертвлению» оборотных средств. К аналогичным последствиям приводит и недооценка конкурентов, чья продукция пользуется повышенным спросом. К коммерческим рискам относится неправильно выработанная ценовая политика, когда в проект заложены завышенные цены, по которым реализовать продукцию невозможно, и предприятие вынуждено продавать товары по сниженным ценам. Риски расчетов связаны с потерями из-за задержки платежей, отказами от оплаты продукции.

Необходимость выявления и оценки рисков существует при принятии любых финансовых решений. Наиболее часто эта проблема возникает при реализации компаниями инвестиционных проектов и при инвестировании свободных денежных средств на финансовом рынке. В этой связи мы рассмотрим, как оцениваются риски инвестиционных проектов, а затем риски, связанные с вложением в ценные бумаги.

8.2. Оценка риска инвестиционных проектов

Риски различных инвестиционных проектов характеризуются вероятными значениями получения ожидаемых результатов. В связи с тем, что принятие решений происходит в условиях неопределен-

ности, менеджеру требуется рассматривать несколько сценариев развития событий и, исходя из статистических данных за прошедший период, мнений экспертов или собственных прогнозов, выбрать наиболее приемлемый из них. По каждому из сценариев следует определить ожидаемый результат и оценить возможность его совершения. Степень отклонения результата от наиболее вероятного характеризует риск проекта.

Рассмотрим два инвестиционных проекта, по которым известна ожидаемая доходность и вероятность ее достижения (табл. 8.1).

Таблица 8.1

Ожидаемая доходность проектов

Сценарий	Вероятность	Доходность, %	
		Проект А	Проект В
Пессимистический	0,25	20	10
Средний	0,50	30	30
Оптимистический	0,25	40	50

В таблице представлены данные по трем сценариям возможного развития событий: пессимистический, средний и оптимистический, а также вероятность их совершения. Сумма вероятностей равна единице.

Если прогнозируется вероятность наступления события, которое уже имело место в прошлом, то менеджер на основе статистического анализа может определить возможность его воплощения в будущем. Например, страховая компания страхует клиентов от несчастного случая. Если на 1000 застрахованных было зафиксировано 25 несчастных случаев, то вероятность наступления этого события можно оценить как 2,5% (25 : 1000).

При прогнозировании сложных экономических ситуаций или при оценке новых инвестиционных проектов статистика о прошлом отсутствует. Поэтому менеджеры вынуждены прибегать к оценкам экспертов, финансовых консультантов, результатам научных исследований и к собственному опыту. В этом случае для получения объективного результата важен квалифицированный отбор экспертов и корректная обработка их мнений.

Имея экспертную оценку вероятности по каждому из сценариев, можно определить наиболее вероятный исход по каждому из проектов. Для этого рассчитывается ожидаемая доходность (\bar{r}):

$$\bar{r} = \sum_{i=1}^n r_i \times P_i,$$

где r_i — доходность по сценарию i ;
 P_i — вероятность развития событий по сценарию i ;
 n — общее число возможных сценариев.

Исходя из возможных сценариев, для каждого из проектов наиболее вероятный результат составит:

$$r_A = 0,25 \times 20 + 0,5 \times 30 + 0,25 \times 40 = 30\%,$$

$$r_B = 0,25 \times 10 + 0,5 \times 30 + 0,25 \times 50 = 30\%.$$

Мы видим, что наиболее вероятная доходность по проекту A и проекту B будет одинаковой и составит 30%. Однако вариация ожидаемых доходностей по проекту B больше и колеблется от 10 до 50%, в то время как по проекту A разброс доходностей ниже: от 20 до 40%. Уже на основе этих данных мы предварительно можем сказать, что проект B является более рискованным, так как отклонение ожидаемых доходностей от наиболее вероятного результата больше, что наглядно демонстрирует рис. 8.2.

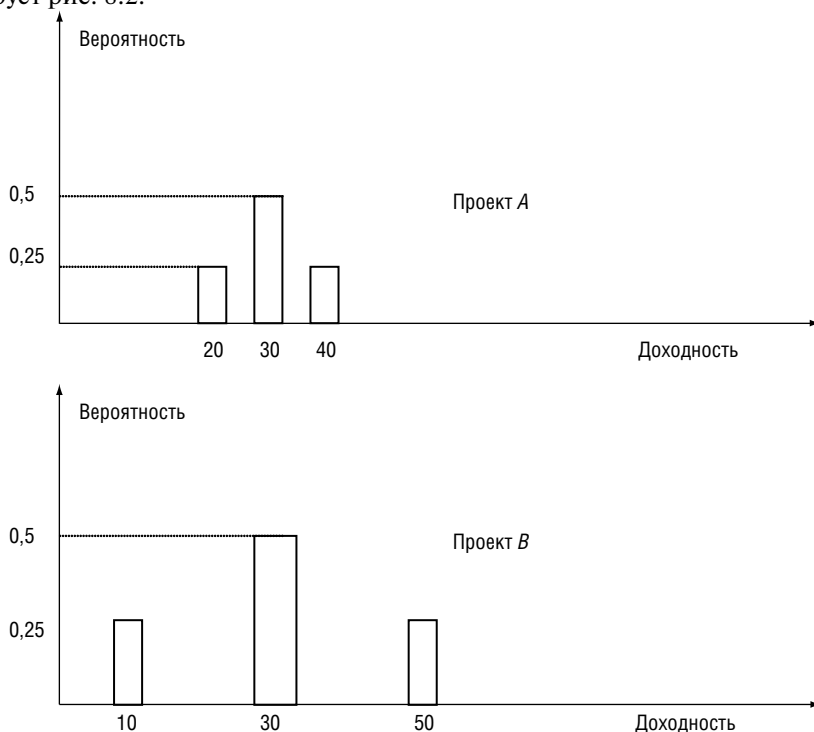


Рис. 8.2. Распределение доходностей по проектам

Из рисунка видно, что при одинаковой средней доходности разброс доходностей по проекту *B* больше, чем по проекту *A*, что свидетельствует о большей степени риска проекта *B*. Для того чтобы оценить степень риска, необязательно строить графики показателей по проектам. Для этого применяются следующие измерители: дисперсия, среднеквадратическое отклонение, коэффициент вариации.

Дисперсия характеризует степень разброса возможных результатов от наиболее вероятного значения по проекту. Дисперсия (σ^2) дискретного распределения рассчитывается по формуле:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2 \times P_i.$$

На основе представленных в табл. 8.1 данных определим дисперсию для проектов *A* и *B*:

$$\sigma_A^2 = (20 - 30)^2 \times 0,25 + (30 - 30)^2 \times 0,5 + (40 - 30)^2 \times 0,25 = 50,$$

$$\sigma_B^2 = (10 - 30)^2 \times 0,25 + (30 - 30)^2 \times 0,5 + (50 - 30)^2 \times 0,25 = 200.$$

Таким образом, вариант *B* имеет более высокое значение дисперсии, и его можно оценить как более рискованный. Если менеджеры не склонны рисковать, то они отдадут предпочтение проекту *A*.

На основе показателя дисперсии рассчитывают среднеквадратическое (стандартное) отклонение.

Стандартное отклонение — это статистическая мера вариации или широты распределения. Стандартное отклонение рассчитывается по формуле:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2 \times P_i}.$$

Стандартное отклонение измеряется в тех же единицах, что и оцениваемый показатель. Если мы пытаемся оценить доходность в процентах, то и стандартное отклонение также измеряется в процентах. В нашем примере стандартное отклонение для проекта *A* составит $\sqrt{50} = 7,07\%$, а для проекта *B* — $\sqrt{200} = 14,1\%$, что подтверждает более высокий риск проекта *B*.

На основе показателей дисперсии и стандартного отклонения мы делаем вывод о большей рискованности проекта *B*. Данный вывод абсолютно справедлив, так как наиболее вероятная доходность по рассматриваемым проектам одинакова и составляет 30%. А как быть, если по одному проекту доходность и стандартное отклонение выше, чем по другому? Например, имеются следующие данные по проекту I и проекту II (табл. 8.2).

Таблица 8.2

Риск и доходность по проектам

Показатель	Проект I	Проект II
Наиболее вероятная доходность, %	30	25
Стандартное отклонение, %	7,5	6,1

Исходя из данных, приведенных в таблице, можно сделать вывод, что проект I является более доходным по сравнению с проектом II, но одновременно он имеет и бóльшую степень риска. Стандартное отклонение по первому проекту составляет 7,5%, а по проекту II только 6,1%. Для принятия решения в данном случае необходимо рассчитать коэффициент вариации (*variation coefficient, CV*).

Коэффициент вариации показывает меру относительной рискованности и характеризует риск на единицу наиболее вероятного результата. Он рассчитывается как отношение стандартного отклонения к ожидаемому результату:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{r}}$$

В рассматриваемом примере коэффициент вариации составляет: для проекта I — $7,5 : 30 = 0,25$, для проекта II — $6,1 : 25 = 0,24$. Чем выше коэффициент вариации, тем больше размер риска на единицу результата. Следовательно, проект I, имеющий более высокий коэффициент вариации, является более рискованным. Поэтому, несмотря на то что проект I имеет более высокую доходность, грамотный финансист предпочтет проект II, так как относительный риск (риск на единицу доходности) по данному проекту меньше.

8.3. Оценка рисков инвестирования на финансовых рынках

Принимая решения об инвестировании средств на финансовом рынке, инвестор ориентируется на будущую ожидаемую доходность от приобретения конкретных ценных бумаг. При этом он должен оценить возможные риски, присущие данному виду ценных бумаг, и сопоставить риск и доходность.

Побудительным мотивом инвестирования денежных средств в акции является стремление получить доход от роста курсовой стоимости и дивидендов, которые могут быть выплачены инвестору за период владения акциями. Годовую доходность от инвестиций в акции (r) можно определить следующим образом:

$$r = \frac{d + (P_1 - P_0)}{P_0} \times 100,$$

где d — дивиденды;
 P_0 и P_1 — рыночные цены акций при покупке и при продаже соответственно.

Если рассматривать инвестиционный процесс за длительный период времени, то акции, как правило, растут в цене. Так, за период с 1926 по 1992 г. среднегодовая доходность американских акций, входящих в индекс S&P-500, составила 12,4%, а акции малых компаний принесли их владельцам в среднем 17,6% годовых. Однако за этот период были взлеты, когда акции вырастали на 50% и более, и падения курсовой стоимости.

Таким образом, рост курсовой стоимости акций происходит неравномерно. На рисунке 8.3 мы видим, что акции компании *A* и компании *B* за рассматриваемый период возросли в цене и принесли их владельцам одинаковый доход. Однако в отдельные периоды было снижение курсовой стоимости. Если инвестор купил акции в дату t_1 , а затем ему потребовались денежные средства и он продал их в дату t_2 , то он понес убыток, так как акции в цене упали. При этом убыток по акции *B* был больше, чем по акции *A*.

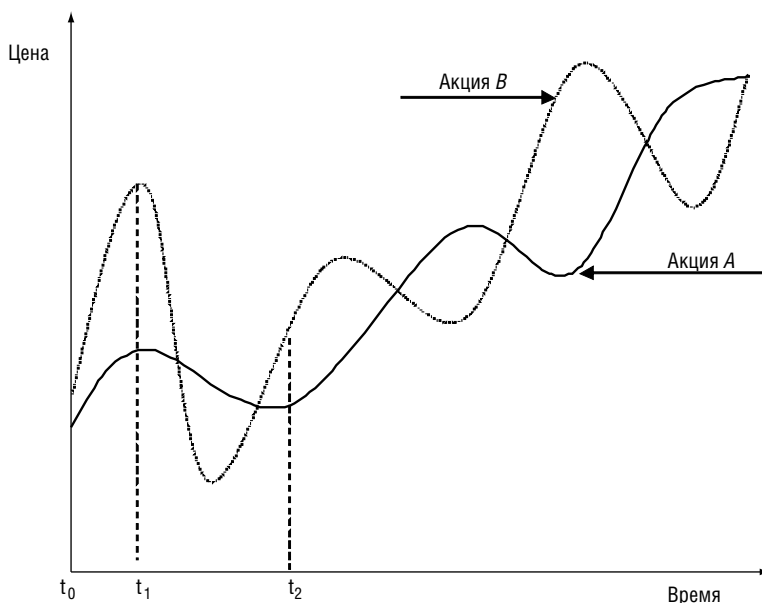


Рис. 8.3. Динамика курсовой стоимости акций компании *A* и компании *B*

На представленном рисунке отчетливо видно, что волатильность (изменчивость) курсовой стоимости акции *B* выше по сравнению с акцией *A*. Покупка акций в момент спада и продажа их во время максимального подъема может принести большой доход. Но вполне вероятна ситуация, когда продавать ценные бумаги приходится при низких ценах, и тогда инвестор несет финансовые потери. Учитывая, что ценовые колебания по акции *B* больше, чем по акции *A*, можно считать, что акция *B* является более рискованной. В связи с этим важно оценить степень риска и дать его количественную оценку.

Для оценки риска инвестирования используются показатели вариации (дисперсия и стандартное отклонение) на основе статистических данных о доходности этих финансовых активов за предыдущие годы. Дисперсия случайной величины (*x*) на основе статистических данных вычисляется по формуле:

$$\sigma_x^2 = \sum_{i=1}^n \frac{(x_i - \bar{x})^2}{n-1},$$

где x_i — значение переменной величины *X* в момент времени *i*;
 \bar{x} — среднее значение для переменной *X*;
n — число наблюдений в выборке.

Рассмотрим пример определения дисперсии (вариации) доходности акций компании *A* и *B* на основании данных, представленных в табл. 8.3¹.

Следует отметить, что если число наблюдений в выборке невелико, как в нашем примере, то в знаменателе вместо (*n* – 1) берется просто число наблюдений *n*.

Таблица 8.3

Показатели доходности акций за 7-летний период

Период наблюдений, год	Годовая доходность, %	
	<i>A</i>	<i>B</i>
1	20	15
2	18	20
3	23	24
4	21	26
5	17	23
6	15	19

¹ Для вычисления дисперсии и стандартного отклонения по акциям необходимо большее число наблюдений за достаточно длительный период времени. Обычно для расчетов используют показатели среднемесячной доходности за пятилетний период.

Окончание

Период наблюдений, год	Годовая доходность, %	
	<i>A</i>	<i>B</i>
7	19	16
Средняя доходность	19	20,4
Дисперсия	6	14,53
Стандартное отклонение	2,45	3,81

На основании представленных данных рассчитываем среднюю доходность по акциям компании *A* и *B*, как простое среднеарифметическое. Для акций компании *A* и *B* средняя доходность составляет:

$$\bar{r}_A = \frac{20+18+23+21+17+15+19}{7} = 19\%,$$

$$r_B = \frac{15+20+24+26+23+19+16}{7} = 20,4\%.$$

На основе рассчитанной средней доходности и фактических значений за предыдущие годы определяется дисперсия (σ^2):

$$\sigma_A^2 = \frac{(20-19)^2 + (18-19)^2 + (23-19)^2 + (21-19)^2 + (17-19)^2 + (15-19)^2 + (19-19)^2}{7} = 6\%,$$

$$\sigma_B^2 = \frac{(15-20,4)^2 + (20-20,4)^2 + (24-20,4)^2 + (26-20,4)^2 + (23-20,4)^2 + (19-20,4)^2 + (16-20,4)^2}{7} = 14,53\%.$$

Соответственно стандартное отклонение для акций компаний *A* и *B* составит:

$$\sigma_A = \sqrt{\sigma_A^2} = 2,45\%,$$

$$\sigma_B = \sqrt{\sigma_B^2} = 3,81\%.$$

Стандартное отклонение говорит об изменчивости доходности акций. Чем больше стандартное отклонение, тем сильнее может быть отклонение будущей доходности от ее средней величины за определенный отрезок времени. В нашем примере акция компании *B* более изменчива, чем акция компании *A*.

В большинстве случаев предполагается, что отклонение значений случайной величины от среднего подчиняются закону нормального распределения. Пример нормального распределения приводится на рис. 8.4.

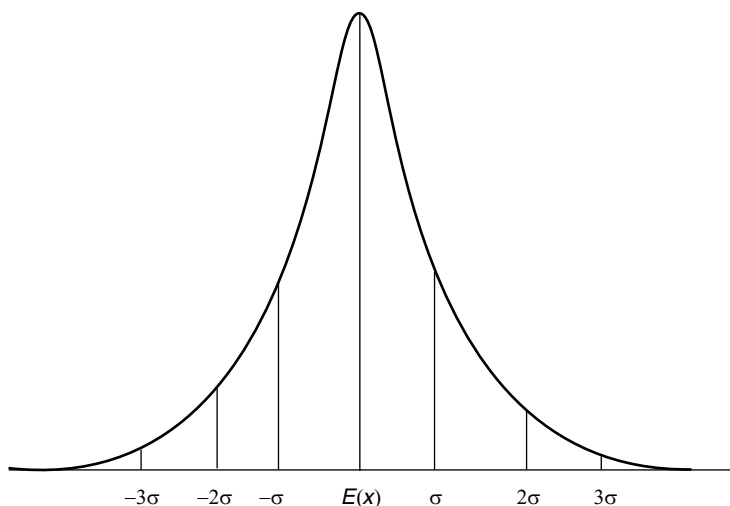


Рис. 8.4. Нормальное распределение (нормальная кривая)

Функцию, график которой изображен на рис. 8.4, в теории вероятностей обычно называют плотностью нормального распределения. Вся площадь под кривой плотности нормального распределения равна единице.

Свойства нормального распределения:

- точка на горизонтальной оси, где плотность нормального распределения достигает максимума, является средним значением распределения;
- график плотности нормального распределения симметричен относительно среднего значения. Таким образом, вероятность получить значение случайной величины ниже среднего равна вероятности получить это значение выше среднего, т.е. равна 0,5;
- вероятность того, что значение случайной величины отклонится от среднего значения в большую или меньшую сторону на величину, не превышающую одного стандартного отклонения, равна 0,6826 (68,3%);
- вероятность того, что значение случайной величины отклонится от среднего не больше чем на два стандартных отклонения, составляет 0,9546 (95,5%);

- вероятность того, что значение случайной величины отклонится от среднего не больше чем на три стандартных отклонения, составляет 0,9974 (99,7%).

Доходность акций в том или ином году можно рассматривать как случайную величину. В большинстве случаев массовые случайные процессы подчиняются закону нормального распределения, поэтому в рассматриваемом примере можно ожидать, что через год доходность акций с вероятностью 68,3% будет лежать в пределах $\pm\sigma$ от средней доходности, с вероятностью 95,5% в пределах $\pm 2\sigma$ и с вероятностью 99,7% в пределах $\pm 3\sigma$. Численные значения ожидаемых доходностей акций компаний *A* и *B* представлены в табл. 8.4.

Таблица 8.4

Ожидаемые значения доходностей, %

№ п/п	Показатели	акция <i>A</i>	акция <i>B</i>
1	Средняя доходность	19	20,4
2	Стандартное отклонение	2,45	3,81
3	Интервал ожидаемой доходности		
	вероятность 68,3%	16,55—21,45	16,59—24,21
	вероятность 95,5%	14,1—23,9	12,78—28,02
	вероятность 99,7%	11,65—26,35	8,97—31,83

В рассматриваемом примере средняя доходность по акции *B* получилась больше, чем по акции *A*:

$$\bar{r}_B = 20,4\%,$$

$$\bar{r}_A = 19,0\%.$$

Однако и риск приобретения акций компании *B* выше, так как стандартное отклонение по ним равно 3,81%, а по акциям компании *A* — 2,45%. Данная ситуация является типичной для фондового рынка: более доходные финансовые активы являются и более рискованными. Повышенный риск инвестирования должен быть вознагражден более высокой доходностью. Однако необходимо оценить, перекрывается ли риск повышенной доходностью. С этой целью рассчитывается коэффициент вариации, который показывает меру относительной рискованности и характеризует риск на единицу доходности. Коэффициент вариации (*CV*) рассчитывается по формуле:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{r}}.$$

В рассматриваемом примере коэффициент вариации составляет:

$$- \text{ для акций компании } A = \frac{2,45}{19} = 0,129;$$

$$- \text{ для акций компании } B = \frac{3,81}{20,4} = 0,187.$$

На основе полученных данных можно сделать вывод, что более высокая доходность по акциям *B* не перекрывает риск инвестирования в данную ценную бумагу, так как коэффициент вариации у нее выше. Поэтому грамотный инвестор будет вкладывать средства в приобретение акций компании *A*, так как ее коэффициент вариации ниже, т.е. риск на единицу доходности получается меньше.

8.4. Диверсификация инвестиций и риски инвестирования

Покупая конкретную ценную бумагу, инвестор несет риск, связанный с деятельностью эмитента. Может сложиться ситуация, когда в целом наблюдается рост доходности на финансовом рынке, а котировки акций определенной компании снижаются. Если инвестор купил именно эти акции, то при растущем рынке он несет финансовые потери. Для того чтобы избежать потерь, связанных с владением конкретной ценной бумагой, инвестор должен диверсифицировать свои вложения и формировать портфель ценных бумаг. При управлении портфелем появляется комбинированный (совокупный) риск, присущий данному портфелю. Портфельная теория получила широкое распространение в практике управления инвестициями.

Наиболее распространенной сферой использования портфельной теории являются инвестиции в ценные бумаги. Выделяют две составляющие риска любого актива:

систематический (рыночный) риск, который обусловлен общеэкономическими факторами, присущ рынку в целом и возникает по не зависящим от компании причинам. Он не поддается диверсификации, поэтому его называют недиверсифицируемым;

несистематический (специфический) риск, предопределенный специфическими особенностями эмитента, который можно устранить путем включения в портфель ценных бумаг различных эмитентов. Поэтому данный вид риска называют диверсифицируемым.

Если специфического риска можно избежать, сформировав хорошо диверсифицируемый портфель, то рыночный риск присутствует всегда.

Ценные бумаги различных эмитентов по-разному реагируют на изменение общеэкономической ситуации. Одни акции более устойчивы к колебаниям рынка, другие — менее. Ценные бумаги, изменяющиеся в большей степени, чем переменялся рынок, обладают повышенной чувствительностью. Поэтому систематический риск конкретной ценной бумаги отличается от систематического риска для рынка в целом.

Мерой систематического риска является коэффициент — (бета-фактор), который показывает уровень изменчивости актива по отношению к рынку (усредненному активу). В качестве рыночного портфеля берутся фондовые индексы, включающие в себя акции наиболее крупных компаний. В США такими индексами являются S&P-500, индексы Доу-Джонса, индекс Нью-Йоркской фондовой биржи; в Великобритании — семейство индексов FT; в Японии — индексы NIKKEI; в Германии — индексы DAX; в России — индекс РТС и сводный индекс ММВБ.

Коэффициент β рассчитывается по формуле:

$$\beta_i = \frac{\sigma_i}{\sigma_m} \times \text{Corr}_{i,m},$$

где β_i — бета i -го актива (портфеля);

σ_i — стандартное отклонение доходности i -го актива (портфеля);

σ_m — стандартное отклонение доходности по рынку в целом;

$\text{Corr}_{i,m}$ — корреляция доходности i -го актива (портфеля) с доходностью рыночного портфеля.

Коэффициент β по рынку в целом равен единице. Если значение акции компании $\beta > 1$, то они более чувствительны, т.е. имеют больший систематический риск. Например, коэффициент β компании А составляет 1,5. Это значит, что при повышении доходности рынка на 1% доходность от роста цены на акции этой компании увеличиваются на 1,5%. Если бы значение индекса упало на 1%, то инвесторы понесли бы убытки в размере 1,5% от снижения курсовой стоимости акций. Акции с бетой больше единицы называют агрессивными, так как они более изменчивы, чем рынок.

Акции компании с коэффициентом $0 < \beta < 1$ имеют меньший риск, чем рынок в целом, т.е. цены на акции движутся в том же направлении, что и рынок, но более медленными темпами. Такие акции называют оборонительными.

С помощью коэффициента β и прогноза развития рынка можно оценить риск и ожидаемую доходность по конкретному активу. На ос-

нове этого формируется инвестиционный портфель, риск которого измеряется средневзвешенным коэффициентом β исходя из индивидуальных β по каждому активу и их удельного веса в портфеле. Бета портфеля рассчитывается по формуле:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n \beta_i \times q_i,$$

где β_p — бета портфеля, состоящего из n активов;
 β_i — бета i -го актива;
 q_i — удельный вес i -го актива в портфеле.

Определим β портфеля, состоящего из четырех акций (табл. 8.5):
 β портфеля = $0,8 \times 0,1 + 0,95 \times 0,2 + 0,6 \times 0,4 + 1,2 \times 0,3 = 0,87$.

Таблица 8.5

Структура портфеля

Акции	Стоимость активов, дол.	Удельный вес активов	β
<i>A</i>	100	0,1	0,8
<i>B</i>	200	0,2	0,95
<i>C</i>	400	0,4	0,6
<i>D</i>	300	0,3	1,2
Итого	1000	1	

Большинство акций имеют значения фактора β в диапазоне от 0,5 до 1,75. Как правило, показатель бета имеет положительное значение. Ведущие аналитические агентства и крупные брокерские компании на основе данных о фактической доходности рынка рассчитывают и публикуют показатели β .

Коэффициенты бета не остаются постоянными, они меняются с течением времени в связи с изменениями на финансовом рынке и ситуации в самих компаниях. Поэтому аналитические агентства периодически пересчитывают бета-коэффициенты.

При оценке риска портфеля несистематический риск можно исключить путем диверсификации инвестиций. Поэтому необходимо оценить только систематический риск, присущий данному портфелю, и требуемый уровень доходности. Чем выше риск портфеля, тем большую премию в виде повышенной доходности должна получать компания. Повышенный риск должен быть вознагражден, иначе никто не будет проводить инвестиции, связанные с каким-либо риском.

Для оценки уровня требуемой доходности в зависимости от систематического риска используется *модель оценки капитальных активов (capital asset pricing model, CAPM)*. Данная модель основана на предпо-

ложении, что среднерыночная доходность равна доходности фондового индекса, а безрисковый уровень доходности равен доходности по государственным ценным бумагам. Премия за риск, инвестированная в конкретный актив, находится в прямой зависимости от фактора β . Согласно модели *САРМ* зависимость требуемого уровня доходности от коэффициента бета является линейной (рис. 8.5).

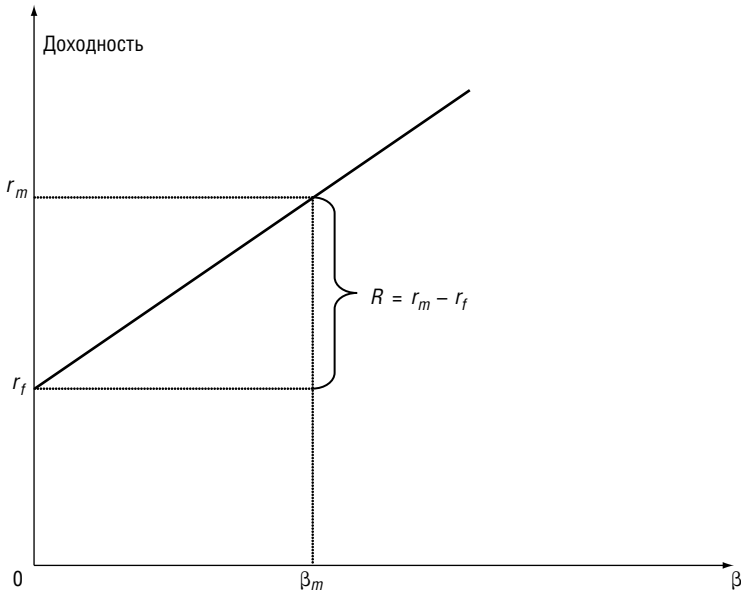


Рис. 8.5. Зависимость между требуемой доходностью и риском

На рисунке уровень безрисковой доходности обозначен точкой r_f . Если инвестор осуществляет более рискованные вложения, то этот риск должен быть вознагражден более высокой доходностью (r_m). Величина R характеризует размер премии за риск, которая равна разности между уровнем рыночной доходности и ставкой доходности по безрисковым вложениям.

Уровень требуемой доходности по конкретному активу (r_i) определяется по формуле:

$$r_i = r_f + \beta_i (r_m - r_f),$$

где r_f — безрисковая ставка доходности;
 r_m — уровень рыночной доходности;
 β_i — коэффициент β по i -тому активу.

Если безрисковая ставка доходности составляет 5% (в ее качестве можно принять доходность по казначейским векселям США), уровень рыночной доходности (r_m) равен 15%, а коэффициент β по компании A находится на уровне 1,3, то требуемый уровень доходности от инвестиций в акции данной компании определяется по формуле:

$$r_A = 5 + 1,3 \times (15 - 5) = 18\%.$$

Иногда премию за риск называют избыточной доходностью (r_u) и используют это понятие для расчета фактора бета. Избыточную доходность рассчитывают по формуле:

$$r_u = \frac{d + (P_i - P_o)}{P_o} \times 100 - r_f,$$

где d — выплаченные за период дивиденды;
 P_o, P_i — цена на начало и конец периода соответственно;
 r_f — безрисковая ставка.

Обычно в качестве основы для расчетов берут месячные показатели за достаточно длительный период времени (5 лет).

Характеристическая линия для разных ценных бумаг имеет различный угол наклона. Коэффициент β можно квалифицировать как угол наклона характеристической линии к уровню избыточной доходности по рыночному портфелю.

Если угол наклона равен единице, это свидетельствует о том, что избыточная доходность по акции изменяется прямо пропорционально модификации портфельной доходности, т.е. акция имеет такой же уровень систематического риска, как и портфель.

Если угол наклона меньше единицы, это означает, что избыточная доходность меняется в меньшей степени, чем по портфелю, т.е. акция имеет меньший систематический риск, чем портфель.

Если угол наклона больше единицы, это является свидетельством большей изменчивости доходности акции по сравнению с рыночным портфелем. Данная акция имеет больший систематический риск, чем рыночный портфель.

Примеры трех видов характеристических прямых представлены на рис. 8.6.

В таблице 8.6 представлены данные, характеризующие среднегодовую доходность по ценным бумагам и премию за риск инвестирования в различные виды ценных бумаг на фондовом рынке США.

В качестве безрискового финансового инструмента берутся краткосрочные векселя американского правительства, так как инвесторы считают риск дефолта по этим ценным бумагам равным нулю,

а их доходность гарантирована, если актив продержат до даты погашения. Более доходными являются долгосрочные государственные облигации, но они имеют и больший риск, что характеризуется повышенным значением стандартного отклонения. За инвестирование в более рисковый актив инвесторы получают премию в размере 1,71% (5,45 – 3,74). Это обусловлено тем, что, приобретая такие облигации сроком на один год, инвестор может получить как доход, так и убыток вследствие колебания цен. Наиболее доходным финансовым инструментом оказались акции, которые за рассматриваемый период принесли инвесторам среднегодовую доходность в размере 10,18%. Однако этот финансовый инструмент имеет и наибольший риск, что отражается в показателе стандартного отклонения.

Угол наклона рынка ценных бумаг определяется влиянием двух основных факторов: инфляции и ожиданий инвестора.

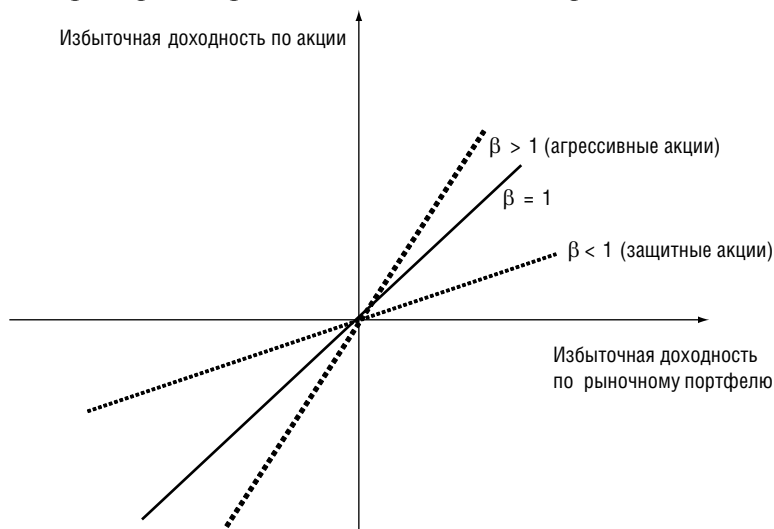


Рис. 8.6. Характеристические линии с различными значениями коэффициента β

Таблица 8.6

Риск и доходность ценных бумаг на американском фондовом рынке за период 1928—2008 гг.

№ п/п	Ценные бумаги	Среднегодовая доходность, %	Премия за риск, %	Риск (стандартное отклонение), %
1	Казначейские векселя	3,74	—	3,02

Окончание

№ п/п	Ценные бумаги	Среднегодовая доходность, %	Премия за риск, %	Риск (стандартное отклонение), %
2	Долгосрочные государственные облигации	5,45	1,71	7,61
3	Акции	10,18	6,44	19,53

8.5. Влияние временно го горизонта на риск инвестирования

Как было указано ранее, для измерения риска инвестиционного инструмента оценивается его волатильность при помощи стандартного отклонения. По данным табл. 8.7 отчетливо видно, что ценные бумаги с фиксированным доходом, представленные государственными облигациями, имеют меньшую волатильность, чем акции. Стандартное отклонение по облигациям не превышает 8%, в то время как по акциям крупных компаний стандартное отклонение приближается к 20%. Это свидетельствует о том, что колебания цен по акциям более значительны, чем по облигациям. Данное явление вполне объяснимо, так как по долговым ценным бумагам гарантии получения дохода значительно выше, чем по акциям, по которым доходность определяется эффективностью деятельности компаний. За предсказуемость инвесторы расплачиваются более низкой доходностью. По акциям доходность не гарантирована, поэтому в традиционной трактовке оценки риска акции считаются более рискованным финансовым инструментом. При этом не учитывается временной горизонт инвестирования.

Действительно, для краткосрочных инвестиций сроком до одного года волатильность играет большую роль. Однако на длительных временных отрезках она не имеет столь существенного значения при оценке риска. Если инвестиционная стратегия рассчитана на длительный период, то долевые ценные бумаги являются лучшим направлением инвестирования. По данным исследовательского центра Ibbotson Associates, за период с 1926 по 1998 г. доходность по акциям крупных компаний из 73 лет наблюдений в течение 47 лет превосходила доходность по казначейским векселям. По российскому рынку в силу его

молодости нет такой обширной статистики. Однако за период расчета индекса РТС с сентября 1995 г. по август 2008 г. доходность акций, входящих в расчет индекса, превышала доходность государственных ценных бумаг в 79% случаев.

Безусловно, более представительными являются данные за длительный период. Поэтому дальнейшая статистика приводится по данным американского рынка. В таблице 8.8 приведены данные о среднегодовой доходности финансовых инструментов и количестве убыточных и доходных лет по каждому из них.

Таблица 8.7

**Доходность финансовых инструментов и доля доходных лет
за период 1926—1998 гг. на фондовом рынке США**

Инструмент	Средне- годовая доход- ность, %	Число доход- ных лет	Число убыточ- ных лет	Доля доходных лет, %
Казначейские векселя	3,8	73	—	100
Долгосрочные государственные облигации	5,3	55	18	75
Долгосрочные корпоративные облигации	5,8	58	15	79
Акции крупных компаний	11,2	53	20	73
Акции мелких компаний	12,4	51	22	70

Как видно из представленных данных, доля доходных лет по всем финансовым инструментам за исключением казначейских векселей за рассматриваемый период находится примерно на одном уровне. Из 73 наблюдений число доходных лет по долгосрочным государственным облигациям составило 55 лет, а по акциям крупных компаний — 53 года. Разница абсолютно не существенна, в то время как доходность по этим инструментам различается более чем в 2 раза. Эти данные свидетельствуют, что риск получить убыток по акциям практически сопоставим с риском получения потерь по облигациям.

На длительных периодах инвестирования меняется и волатильность финансовых инструментов. В таблице 8.8 приведены данные о разбросе значений доходности ценных бумаг за различные периоды владения (1 год, 10, 20 и 30 лет). При этом периоды формировались как скользящая величина со сдвигом на один год.

Таблица 8.8

**Показатели среднегодовой доходности и риски инвестирования
в государственные облигации и акции на американском рынке
на различных временных горизонтах за период 1928—2008 гг.**

	80 однолет- них периодов	70 десятилет- них периодов	60 двадцати- летних пери- одов	50 тридцати- летних пери- одов
<i>Облигации</i>				
Доходность max, %	32,81	13,67	10,66	8,95
Доходность min, %	-8,25	0,78	1,60	1,90
Доходность средняя, %	5,45	5,17	5,13	4,92
Риск (σ), %	7,61	3,30	3,02	2,48
<i>Акции</i>				
Доходность max, %	67,84	18,27	17,36	13,32
Доходность min, %	-46,57	-1,20	2,58	7,56
Доходность средняя, %	10,18	10,54	10,79	10,37
Риск (σ), %	19,53	5,20	3,45	1,59

Как свидетельствуют представленные в таблице данные, при удлинении сроков инвестирования разброс доходностей рассматриваемых финансовых инструментов существенным образом сокращается. При этом спреды доходностей по акциям сокращаются значительно более высокими темпами, чем по облигациям.

Если рассматривать вариацию доходности каждого года за указанный период, то разброс годовых доходностей по акциям очень большой: от +67,84% до -46,57%. По облигациям он тоже немаленький, доходность колеблется от +32,81% до -8,25%. Поэтому на годовом отрезке инвестирования более предпочтительными выглядят облигации. За это инвестор соглашается на более низкую доходность, которая в среднегодовом исчислении составила 5,45% против 10,18% по акциям. Если же рассматривать 10-летний период инвестирования, то доходность по акциям варьировалась от +18,27% до -1,2%, т.е. разброс показателей значительно меньше. На 20-летнем отрезке вариация доходностей акций еще меньше, при этом ни один из периодов не был убыточным. Следует отметить, что за этот период по акциям все по-

казатели доходности: максимальная, средняя и минимальная — превысили аналогичные показатели облигаций.

Исследования показателей месячной доходности и волатильности акций и облигаций на различных временных горизонтах по российскому фондовому рынку показали аналогичную картину.

Таким образом, временной горизонт существенным образом меняет представление о степени риска финансовых инструментов.

Контрольные вопросы

1. Объясните, что такое риск, и дайте классификацию рисков.
2. Какими показателями измеряется риск ценных бумаг?
3. Почему при принятии решений нельзя ориентироваться только на показатели доходности?
4. Каким образом можно избежать несистематического риска при покупке ценных бумаг?
5. Какие акции называют агрессивными, а какие оборонительными?
6. Почему отдельные виды ценных бумаг имеют премию за риск?

Концепция требуемой отдачи по капиталу компании

9.1. Области применения требуемой отдачи по капиталу компании (от требований инвесторов к ставке отсечения по решениям компании)

Общепринятое понимание риска инвестирования отождествляется с потенциально возможным получением результата ниже некоторого ожидаемого уровня. Например, получение убытков от инвестирования (отрицательной прибыли или чистого дисконтированного дохода). Это так называемый чистый риск. В теории финансов (*financial economics*) нашла широкое применение иная трактовка риска, когда ситуация риска характеризуется наличием угроз (факторов влияния), приводящих как к убыткам, так и к «избыточной прибыли», т.е. прибыли, которая выше ожиданий инвестора. Таким образом, вводится понятие «спекулятивный риск», характеризующее опасность получения любого эффекта от инвестирования, не соответствующего ожиданиям (как убытков, так и избыточной прибыли). Поскольку и владельцы капитала, и менеджеры компании рассматриваются как противники риска, то за больший риск они требуют компенсации. Встает сложный вопрос: как оценить принимаемый ими риск при вложении денег в компанию и как с этим риском сопоставить требуемый уровень доходности?

Ответ на вопрос формирования требуемой доходности ищется через рассмотрение рыночных альтернатив инвестирования, которые являются ключевыми характеристиками рыночного хозяйствования. Альтернативное использование денег или иного имущества позволяет оценить предполагаемую упущенную выгоду и выбрать наиболее целесообразный вариант распоряжения капиталом.

Инвесторы в зависимости от профессионализма и квалификации используют самые разные приемы и методы поиска и введения в анализ величины упущенной выгоды. Например, для недвижимого имущества, оборудования, транспортных средств, задействованных в реализации инвестиционных идей, простейшим вариантом уста-

новления упущенной выгоды является рассмотрение условий сдачи в аренду. В этом случае годовой величиной упущенной выгоды будет арендная плата. Соответственно, ставка доходности арендной недвижимости (и иного имущества) будет выступать как требуемая ставка доходности. Предприниматели в данном случае исходят из известного положения: «арендатор — санитар бизнеса». Те бизнес-идеи, которые обеспечивают меньшую доходность, чем арендная ставка доходности, должны рассматриваться как неэффективные и непривлекательные для капитала.

Следует иметь в виду, что ставка арендной доходности является минимальным уровнем отсеечения неэффективных вариантов использования капитала. Во-первых, функционирующий бизнес является не просто набором имущества (например, недвижимости). Портфельное формирование материальных активов, добавление к ним нематериальных активов (подготовленных работников, лояльных контрагентов и т.п.) существенно увеличивает величину фактически вложенного капитала. Соответственно в абсолютном выражении упущенная выгода становится выше, чем ставка к фиксированным материальным активам по ликвидационной или восстановительной стоимости. Во-вторых, риски функционирующего бизнеса могут быть существенно выше, чем сдача имущества в аренду.

Обзоры практики компаний в области оценок требуемых ставок доходности начинаются с 1970-х гг. [65, 74, 93, 102, 103, 108]. Как правило, речь идет об опросах финансовых директоров (*CFO*) или первых лиц компании (*CEO*). Большинство исследований показывают, что на выбор метода обоснования решений (по капитальным вложениям, планированию структуры капитала) существенное влияние оказывают степень развития финансового рынка страны, в которой функционирует компания, размер компании и структура собственности. Отмечаются существенные различия между крупными и мелкими компаниями, закрытыми частными (с одним собственником), публичными и компаниями государственного сектора (например, в коммунальных сферах деятельности).

Требуемая доходность инвестирования — альтернативная доходность, доступная инвестору на рынке, т.е. доходность по альтернативным вариантам вложения финансовых ресурсов на рынке с учетом того же класса риска. Развитый рынок капитала с большим количеством кредиторов и заемщиков и высоким качеством информации (по скорости поступления, полноте) обеспечивает соблюдение принципа: «за равный риск — равный уровень доходности». Так как рациональный инвестор является противником риска, то за больший риск

требуется бóльшая компенсация в терминах доходности (относительной отдачи по капиталу в процентах годовых). При этом у инвестора выбор заключается не только в инвестировании, но и в вопросе обоснования (метода оценки) предполагаемой отдачи. Разные инвесторы, аналитики и консультанты используют различные приемы и методы обработки рыночной информации относительно альтернатив и получают различающиеся результаты. Только практика (итоговые эффекты наращивания капитала) может поставить точку в их споре.

Базовая ставка, определяющая минимальный уровень требуемой доходности, ищется на рынке государственных заимствований или заимствований высоконадежных компаний (например, для российского рынка могут обсуждаться депозиты Сбербанка России или банка «ВТБ-24», рублевые и долларовые заимствования «Газпрома»). В сложных модельных конструкциях используются интегральные оценки, показывающие, как дорого обходится высокочлассному заемщику-государству привлечение денег.

Пример возможного выбора такой усредненной безрисковой ставки приведен на рис. 9.1. Показателем безрисковой доходности здесь выступает индикатор, отражающий эффективную доходность к погашению государственных облигаций России (код *RGBEY*), рассчитываемый аналитиками ММВБ. Индикатор доходности¹ представляет собой взвешенные по рыночной стоимости доходности к погашению государственных облигаций.

Требования инвестора к формированию стоимости денег для компании рассчитываются по формуле:

$$k = kf + RP,$$

где kf — безрисковая доходность;
 RP (*risk premium*) — премия за риск.

Такие требования можно увидеть и у коммерческих нефинансовых компаний, и у профессиональных участников финансового рынка. Например, минимальный уровень доходности по портфелю Новозеландского пенсионного фонда установлен на уровне безрисковой процентной ставки, начисляемой по новозеландским казначейским бумагам, плюс 2,5% годовых [100].

¹ Базой для расчета данного индикатора выступает список выпусков облигаций (ГКО-ОФЗ), база расчета автоматически пересчитывается по итогам каждого календарного месяца. При определении базы расчета не рассматриваются выпуски облигаций: используемые в операциях по продаже ЦБ РФ облигаций с обязательством обратного выкупа и со сроком до погашения менее 365 дней по состоянию на последнее календарное число месяца действия новой базы расчета. В базу расчета включаются выпуски облигаций, индикатор ликвидности по которым превышает пороговое значение, равное единице.

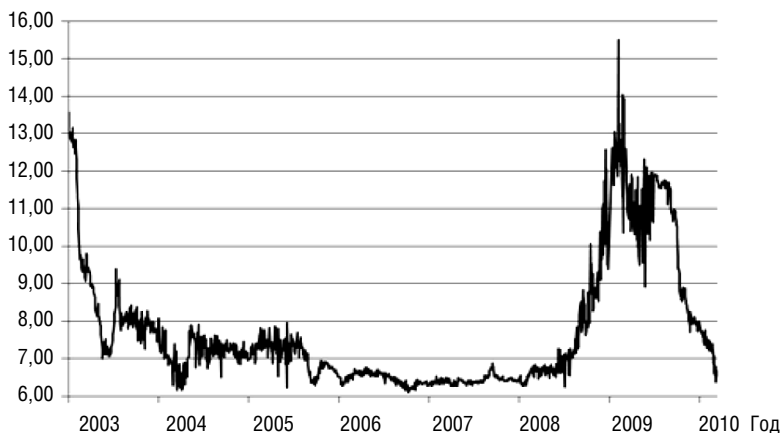


Рис. 9.1. Динамика индикатора эффективной доходности государственных облигаций ММББ (*RGBEY*) на российском рынке в 2003—2010 гг.

Предъявляемая инвесторами требуемая отдача на передаваемые в управление предприятию деньги с позиции менеджмента компании, отвечающего за принятие решений, может рассматриваться как еще один элемент затрат — затрат на капитал. В русскоязычной литературе используются разные термины для отражения дороговизны капитала, на котором работает компания: плата за капитал в абсолютном выражении и стоимость капитала, затраты на капитал, цена капитала или требуемая ставка отдачи по капиталу в относительном выражении (в процентах годовых). С позиции компании эта относительная величина отдачи (стоимость капитала) трактуется как минимальная или барьерная ставка (*hurdle rate*), которая должна быть обеспечена, чтобы компания имела возможность функционировать на рынке дальше и привлекать новый капитал. Еще одно название этой величины в относительном выражении — ставка отсекающей. Действительно, эта ставка отсекает неэффективные направления развития компании (не позволяет принимать нерезультативные инвестиционные проекты, менять структуру капитала неэффективным образом).

Основные области применения концепции требуемой отдачи по капиталу показаны на рис. 9.2.

И финансовая аналитика, и вопросы разработки инвестиционной и финансовой стратегии предполагают учет величины платы за задействованный и вновь привлекаемый капитал в абсолютном выражении и введение в анализ барьерной ставки как относительной величины дороговизны капитала, на котором работает компания. Для оценки

величины платы за капитал следует понять логику предъявления требуемой доходности со стороны инвесторов и оценить возможности финансового маркетинга, т.е. возможность компаний конструировать и продавать на рынке такие финансовые активы для обеспечения собственного финансирования, которые позволили бы минимизировать эту барьерную ставку.

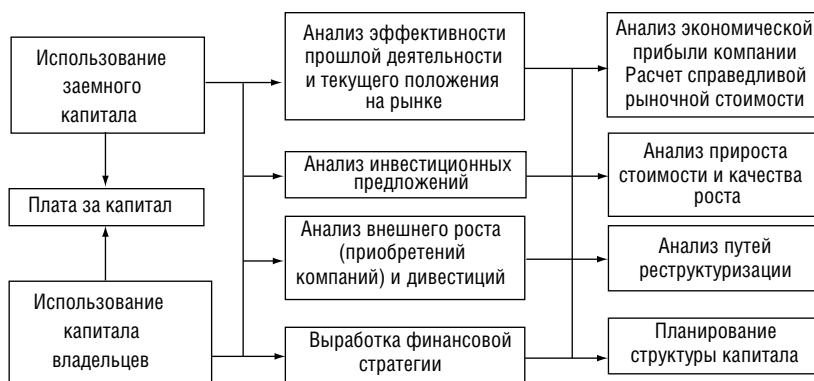


Рис. 9.2. Основные области применения концепции требуемой отдачи по капиталу

Еще один важный момент, фиксируемый в финансовом менеджменте, — барьерная ставка доходности как предмет торга между менеджментом компании и ее собственниками. Чем выше эта ставка, тем напряженнее работа менеджмента, тем сложнее ему обеспечить денежную отдачу на вкладываемые усилия. Низкая барьерная ставка расхлябывает менеджеров, расширяет горизонты инвестиционных возможностей, что зачастую приводит к огульному принятию всех доступных проектов и, как следствие, из-за потери контроля над операциями ведет компанию к гибели. Эмпирические исследования показывают, что в компаниях с «окопавшимся менеджментом» задаваемая барьерная ставка существенно ниже, чем по аналогам на рынке. Чем больше вес собственников в принятии решений, тем жестче происходит процесс согласования этой ставки и тем сильнее увязано вознаграждение менеджеров всех уровней управления с величиной превышения фактического финансового результата над величиной платы за капитал.

Общая формула расчета платы за капитал:

$$Charge = HR \times Capital,$$

где HR — барьерная ставка доходности (отдачи) по капиталу;
 $Capital$ — общая величина капитала, задействованная в компании.

В стоимостной аналитике учитывается как фиксируемый в финансовой отчетности долговой и долевого капитал, так и его эквиваленты.

Вводимая анализ барьерная ставка может основываться на модельном выявлении факторов влияния и их значимости, а может строиться на экспертных мнениях и интуитивных представлениях. Выбор между субъективным и модельным подходом зависит от целей использования полученной ставки доходности и позиций аналитика. Институциональные инвесторы и консультанты более внимательно относятся к обоснованию вводимых в анализ оценок. Привлечение капитала под крупный проект всегда предполагает тщательную проработку предполагаемых денежных выгод, рисков их получения и обоснование ставки отсечения. При наличии конфликтующих групп акционеров или слабо мотивированных менеджеров вопрос обоснования данной ставки становится предметом исследовательской работы и последующих дискуссий. Факторами, влияющими на обращение к аналитическим методам обоснования ставки отсечения с целью устранения субъективности оценки, являются:

- большой размер привлекаемого капитала с рынка для обоснования выгод инвесторов;
- конфликты интересов между собственниками или собственника с наемными менеджерами;
- организационно-правовая форма (для публичных компаний с высокой ликвидностью акций обоснование ставки рассматривается как элемент работы с инвесторами рынка (*investor relation, IR*));
- структура собственности (например, государство-собственник или институциональный инвестор может вводить требование обоснования ставки как обязательное при фиксации результатов деятельности и принятии инвестиционной программы);
- культура бизнеса и финансовая грамотность в стране.

Аналитические методы обоснования барьерной ставки строятся на выявлении факторов риска денежных потоков и активов компании, оказывающих влияние на требования отдачи по капиталу разных групп инвесторов. Аналитические (модельные) методы могут также учитывать и риски нефинансовых стейкхолдеров и их влияние на формирование барьерной ставки.

Собственники небольших фирм при отсутствии необходимости обращаться за внешним финансированием нередко базируются на интуитивных представлениях и прошлом опыте. В текущей финансовой аналитической деятельности для целей внутреннего мониторинга оценка требуемой доходности зачастую вводится с большой условно-

стью. При оценке инвестиционных предложений и разработке стратегии обоснование барьерной ставки проводится более тщательно. Например, по исследованию А. Эхбара (1998) [66] компании, реализующие финансовое управление на базе *EVA*TM, не утруждают себя аккуратностью в обосновании затрат на капитал. Так, на вопрос «почему компания „Кока-Кола“ (известный и давний клиент компании Stern Stewart&Co, разработчика концепции *EVA*TM) использует в качестве затрат на капитал 12% в долларовом исчислении по США и подразделениям всего мира» звучит следующий ответ: «Потому что это 1% в месяц».

9.2. Субъективные оценки ставки отсечения

Субъективные оценки владельцев капитала строятся либо на базе наблюдаемых значений доходности по компаниям-аналогам, причем в качестве аналитического показателя выбираются как достаточно корректные — рентабельность на вложенный капитал (*return on capital employed, ROCE*)¹, *TSR*², так и спорные (например, *ROA*³), либо на основании дивидендной доходности, или доходности прироста капитала за период. Критика традиционно применяемых субъективных методов дана в табл. 9.1.

Таблица 9.1

Методы в рамках субъективного подхода задания требуемой доходности инвестирования (по Т.В. Тепловой, 2006 г.)

№ п/п	Немодельные методы задания «нормальной» доходности, игнорирующие риск	Упускаемые из рассмотрения особенности компании	Отклонение полученного значения доходности от оценки с учетом анализа инвестиционного риска
1	Ожидаемая дивидендная доходность	Игнорирование будущего роста компании, ее фундаментальной и рыночной стоимости. Игнорирование изменения риска	Заниженное значение требуемой доходности

¹ *ROCE* = Операционная посленалоговая прибыль : Инвестированный капитал.

² *TSR* — общая годовая доходность владельца собственного капитала компании (сумма дивидендной доходности и доходности прироста капитала). Используется как приближение для формирования требований по собственному капиталу.

³ *ROA* = Чистая прибыль : Активы по балансу.

Окончание

№ п/п	Немодельные методы задания «нормальной» доходности, игнорирующие риск	Упускаемые из рассмотрения особенности компании	Отклонение полученного значения доходности от оценки с учетом анализа инвестиционного риска
2	Ставка рефинансирования ЦБ РФ (метод, применяемый российскими компаниями)	Краткосрочная ставка, не соответствующая оценке проектов или оценке бизнеса по временным рискам. Ставка, не учитывающая специфические риски собственного капитала	Возможно как занижение, так и завышение требуемой доходности
3	Ожидаемая доходность по прибыли (расчет как $EPS^* : P$) или принятие нормальной доходности на уровне обратного мультипликатора «Цена : Прибыль»	Игнорирование будущих изменений прибыли (роста или снижения)	Искажение значения требуемой доходности
4	Прошлая доходность акций данной компании или прошлая общая доходность, учитывающая как динамику акций, так и дивиденды	Игнорирование слабой прогнозной возможности прошлой динамики акций	Существенное занижение при недооцененности акций в прошлом периоде
5	Текущий показатель отдачи на капитал ROC (<i>return on capital</i>), рассчитываемый по финансовой отчетности компании	Слабое отражение в отчетности нематериальных активов и соответственно искажение величины капитала (например, неотражение лизинга)	Заниженное значение при убыточности деятельности или «укрытии» прибыли. Искаженное значение при сложной структуре капитала
6	Отраслевая отдача на капитал (ROC)/ медианное или модальное значение	Игнорирование специфических рисков компании. Игнорирование возможности диверсификации рисков	Завышенное значение требуемой доходности
7	Средняя процентная ставка по заемным средствам	Игнорирование большего риска владельцев собственного капитала	Занижение значения

* Коэффициент дохода на одну акцию (*earning per share, EPS*).

9.3. Аналитические (модельные) построения ставки отсечения и управленческие решения, позволяющие снизить барьерную ставку

Аналитические построения базируются на следующей логике: если инвестирование порождает гарантированные выгоды, то ставкой отсечения по вкладываемому капиталу должна быть безрисковая доходность как наблюдаемая сейчас или прогнозируемая по безрисковым финансовым инструментам на рынке. Если инвестирование среднего уровня риска, то ставка отсечения должна быть близка к среднерыночной доходности (наблюдаемой или прогнозируемой). Из этих ключевых положений, отражающих возможности снижения риска на рынке рациональным инвестором через диверсификацию своего капитала¹, строится большинство модельных конструкций обоснования ставки отсечения по капиталу компании.

В модельных построениях ставки отсечения можно выделить два направления:

- прямое моделирование риска активов и денежных потоков от них и соответствующей этому риску ставки требуемой доходности;
- учет стоимостей отдельных элементов задействованного капитала и их весов — метод средневзвешенной стоимости капитала (*weighted average cost of capital, WACC*).

Глубокое заблуждение — воспринимать модельные конструкции исключительно как методы переноса прежних (ранее наблюдаемых) зависимостей на будущее. Сама по себе модельная конструкция не диктует выбора параметров, которые будут определять численное значение ставки отсечения. Эти параметры могут строиться как по прошлым данным и с учетом ряда корректировок вводиться в модель, так и на базе прогнозных оценок. Таким образом, можно говорить о существовании двух школ формирования параметров моделей ставки отсечения: прогностической (отстаивающей преимущества задания прогнозных параметров) и исторической (статистической).

Прогностическая школа в качестве ключевых параметров рассматривает прогнозы доходности по государственным ценным бумагам и рыночной премии за риск (*material requirement planning, MRP*). Рыночная премия за риск может быть спрогнозирована на основе прогноза темпа роста прибыли у большинства компаний рынка и средней

¹ Это так называемый портфельный подход к позиции инвестора относительно принимаемого риска на хорошо развитом рынке капитала. Предполагается, что рациональный инвестор всегда будет диверсифицировать капитал для снижения риска.

по рынку дивидендной доходности. Это метод вмененной рыночной доходности.

Один из распространенных алгоритмов формирования вмененной рыночной доходности — модель дисконтирования дивидендов (*dividend discount model, DDM*) (например, модель бесконечного роста Гордона). Этот алгоритм применяют для оценки рыночной премии за риск такие известные агентства, как Merrill Lynch, Kidder Peabody, Value Line, CS First Boston, Goldman Sachs. В крупнейшем инвестиционном банке Merrill Lynch алгоритм строится на прогнозе значений курсов акций отдельных компаний, входящих в индекс *S&P 500*. Затем формируется прогноз темпа роста фондового индекса и дивидендной доходности. Это позволяет оценить вмененную рыночную доходность за неограниченный временной период. Аналитики компании Value Line строят сценарные прогнозы и рассчитывают вмененную доходность как среднее значение между оптимистичным и пессимистичным сценариями.

Альтернативный алгоритм формирования вмененной доходности — построение прогнозов динамики хорошо диверсифицированного индекса акций (обычно для глобального инвестора речь идет об *S&P 500*). Такой прогноз может строиться через корректировку трендовых построений или же на базе эконометрических моделей (как это делают аналитики McGraw Hill, J. P. Morgan, Kidder Peabody).

Получаемые оценки рыночной премии за риск могут различаться в зависимости от применяемого метода, поэтому можно наблюдать расхождения в оценках, получаемых от крупных инвестиционных консультантов. Например, если Merrill Lynch, CS First Boston принимают рыночную премию за риск на уровне 4,7% на основе оценок гипотетической доходности, то оценка J. P. Morgan составляет 3,9%, а Goldman Sachs — 2,5%.

Пример. Дивидендная доходность компаний, входящих в фондовый индекс (прогнозируется по прошлой динамике), равна 2%, средний темп роста прибыли по компаниям индекса прогнозируется на уровне 9%. Расчет гипотетическим методом дает оценку вмененной доходности для компании среднего уровня риска на уровне:

$$k = 0,02 \times 1,09 + 0,09 = 0,1122 \text{ (11,22\%)}$$

Если безрисковая ставка доходности составляет 4,5%, то рыночная премия за риск равна 6,72%.

Достаточно сложный, но корректный метод задания ставки отсечения в рамках прогностической школы — расчет фактически ре-

ализуемой доходности с учетом прогнозируемых денежных потоков. Речь идет о нахождении внутренней нормы доходности (*IRR*) для функционирующей компании (при предположении, что наблюдаемая рыночная оценка отражает ее справедливую стоимость). Величина собственного капитала (по рыночной оценке или скорректированной балансовой, если нет рыночных оценок) приравнивается к приведенной оценке прогнозируемых денежных потоков на собственный капитал (*FCFE*). Уравнивающая их ставка дисконтирования рассматривается как доходность по собственному капиталу, которая может быть принята за ставку отсечения по инвестиционным решениям.

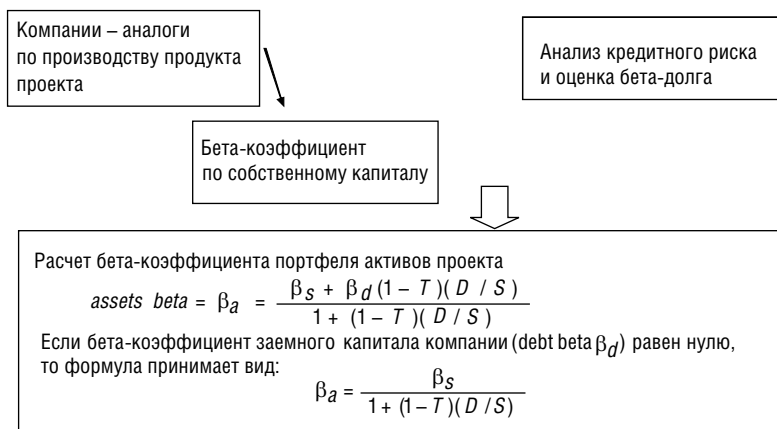
Прямое моделирование риска инвестирования предполагает аналитическое построение зависимости между риском всего капитала (активов компании) и ставкой доходности. Пример применения формулы *SAPM* с бета-коэффициентом как мерой риска приведен на рис. 9.3. Обратим внимание, что в формуле *SAPM* фигурирует не традиционная мера систематического инвестиционного риска владельцев собственного капитала компании (*beta s*), а бета активов, которая рассчитывается как бета портфеля из долговых и долевых финансовых инструментов.

Метод *WACC* имеет существенную академическую поддержку и нашел большее практическое применение в работе инвестиционных аналитиков и менеджеров компаний. Он является предпочтительным с точки зрения выстраивания инструментов управления.

Оба рассматриваемых выше направления строятся на достаточно четких рекомендациях относительно соответствия решаемых задач и ставки отсечения. Следует иметь в виду, что разные управленческие решения могут приводить к целесообразности выбора определенного метода расчета ставки отсечения. Полученные численные значения для решения различных задач тоже будут отличаться (например, для оценки акции как спекулятивного рыночного инструмента и для оценки акционерного капитала как объекта стратегического управления). Главное требование — корректный учет инфляции, валюты (ставки в рублях не равны ставкам в долларах или евро), принимаемого риска.

Для принятия долгосрочных решений (инвестиционные проекты, оценка бизнеса) обоснование ставки отсечения должно строиться на рассмотрении альтернатив с долгосрочным вложением капитала. Например, если это вариант гарантированного получения выгод, то в качестве ставки отсечения может быть выбрана доходность по долгосрочным государственным ценным бумагам. Если оценивается краткосрочное решение (например, в области предоставления коммерческого (товарного) кредита с гарантированным возвратом

в пределах года), то безрисковая ставка должна быть найдена на рынке краткосрочных государственных ценных бумаг.



Расчет ставки дисконтирования проекта по *CAPM*: $k_a = k_f + \beta_a \times MRP$

Рис. 9.3. Упрощенный вариант расчета ставки дисконтирования по модели *CAPM*:

- β_d — бета по заемному капиталу (долговым финансовым инструментам);
- β_s — бета по долевым финансовым инструментам (акциям);
- β_a — бета-коэффициент активов компании, который может быть рассчитан по показанному алгоритму портфельного построения, когда акции и облигации, формирующие капитал компании, рассматриваются как активы портфеля;
- D — величина заемного капитала (обычно по рыночной оценке);
- S — величина собственного капитала по рыночной оценке;
- T — ставка налога на прибыль;
- k_f — безрисковая ставка на рынке;
- MRP — рыночная премия за риск.

Метод *WACC* предполагает анализ стоимости собственного капитала (*cost of equity, COE*), оценку требуемой доходности по заемному (долговому) капиталу (*cost of debt, COD*) и расчет общей требуемой доходности как средневзвешенной величины:

$$WACC = COE \times ks \times (ws) + kd^* \times (wd),$$

- где $COE = ks$ — стоимость собственного капитала (определяемая по требуемой доходности владельцев собственного капитала);
- ws — доля собственного капитала (по балансу, %);
- $COD = kd^*$ — стоимость заемного капитала (показывает, как дорого обходится в относительном выражении заемный капитал с учетом налоговых льгот по уменьшению налогооблагаемой базы на величину выплачиваемых процентов);
- wd — доля заемного капитала (по балансу, %).

Из-за налоговых льгот по процентным выплатам компании стоимость заемного капитала не совпадает с требуемой доходностью по заемному капиталу. В часто используемом на практике варианте оценки ставки отсечения налоговые выгоды по заемному капиталу находят отражение в величине стоимости заемного капитала:

$$kd^* = kd \times (1 - \text{Ставка налога на прибыль}),$$

где kd — требуемая доходность по заемному капиталу.

Сложность такого модельного обоснования заключается в необходимости корректного учета нескольких параметров:

- весов капитала;
- стоимости собственного капитала с учетом различия инвесторов по доступу к рыночным альтернативам, возможности диверсификации их капитала и соответственно различий в требованиях (даже в рамках одной компании);
- стоимости заемного капитала с учетом того, что, как правило, компании используют множество заемных источников финансирования с разными условиями привлечения (долгосрочные и краткосрочные, обеспеченные и не обеспеченные и т.п.).

Правило выбора весов гласит, что веса элементов капитала должны выбираться по рыночным (а не балансовым) оценкам с учетом эквивалентов собственного и заемного капитала.

Правило обоснования стоимости элементов капитала гласит, что стоимость зависит от требуемой инвестором доходности, т.е. от принимаемого им риска. Чем выше риск участия в капитале данной компании (для собственников это инвестиционный риск, для кредиторов — кредитный), тем выше требования по отдаче долга.

Еще один фактор, прямо влияющий на стоимость всех элементов капитала — стоимость денег на рынке. При рассмотрении реальной ставки доходности эта величина зависит от меняющихся с течением времени спроса и предложения денег на финансовом рынке. Подобные изменения могут быть объяснены наличием деловых (экономических) циклов.

Номинальная ставка процента зависит от инфляции. Чем выше ожидаемая инфляция, тем выше номинальная ставка процента при той же реальной ставке.

Для отражения взаимосвязи номинальных и реальных ставок в экономике традиционно используют формулу Фишера:

$$(1 + k_{\text{номин}}) = (1 + k_{\text{реальн}}) \times (1 + i),$$

где i — ожидаемая инфляция.

При оценке весов капитала обращение к учетным данным (расчет весов по данным стандартной финансовой отчетности) является вынужденной мерой. Например, компания может быть закрытой и не котировать акции на рынке. Или же у публичной компании может быть очень низкая ликвидность акций, которая не позволяет сделать правильные выводы о справедливой стоимости капитала собственников. Однако вариант выбора весов по балансовым пропорциям является наилучшим. Причина — в возможной существенной недооценке и (или) переоценке по балансу элементов активов, в игнорировании эквивалентов собственного капитала, которые не отражены в отчетности (например, гудвилл) и в возможном наличии забалансовых обязательств (лизинга). Поэтому аналитики выбирают один из следующих двух вариантов обоснования весов:

веса по скорректированной отчетности. Шаг первый: корректировка балансовых статей пассивов для отражения скрытых элементов собственного и заемного капитала. Самый яркий пример здесь — отражение арендованных активов и лизинга, которые не зафиксированы в балансе. Шаг второй: расчет весов по скорректированным значениям;

целевая структура капитала. Веса выбираются либо по стратегическим установкам компании (это те пропорции, к которым компания стремится), либо по среднеотраслевым данным, либо по пропорциям компаний — лидеров отрасли.

Пример. Компания по реализации моторных масел не имеет собственных площадей по хранению запасов и арендует их по 6-летнему договору. Зафиксированные в договоре ежегодные арендные платежи составляют:

- в 2004 г. — 2 тыс. дол.;
- 2005 г. — 2 тыс. дол.;
- 2006 г. — 2 тыс. дол.;
- 2008 г. — 2,8 тыс. дол.;
- 2009 г. — 3 тыс. дол.;
- 2010 г. — 3,4 тыс. дол.

В распоряжении аналитика имеется отчетный баланс компании (табл. 9.2) и оценка требуемой доходности по заемному капиталу на основе кредитного рейтинга компании (12%). Мультипликатор «Цена/Балансовая оценка собственного капитала (P/BVE)¹» по компаниям-аналогам составляет 2. Требуется оценить веса собственного и заемного капитала для дальнейшей оценки требуемой доходности по капиталу компании.

¹ Стоимость чистых активов (*book value of equity*, BVE).

Таблица 9.2

Баланс компании по реализации моторных масел на 31 декабря 2003 г.

Активы, тыс. дол.		Пассивы, тыс. дол.	
Основные фонды	58	Собственный капитал	50
		Банковские кредиты	10
Оборотные активы	8	Спонтанное финансирование	6

Приведенная оценка арендных платежей в течение шести лет составит 10 тыс. дол. (PV значений в таблице арендных платежей при ставке дисконта 12%). Следовательно, суммарный заемный капитал составляет 20 тыс. дол. Предполагая, что по компании мультипликатор 2 отражает фактическую оценку рынком перспектив, получаем следующие скорректированные оценки капитала:

$$\text{Собственный капитал} = 50 \times 2 = 100 \text{ тыс. дол.},$$

$$\text{Заемный капитал} = 20 \text{ тыс. дол.},$$

$$ws = 100 : 120 = 83\%,$$

$$wd = 17\%.$$

При наличии у компании гибридных ценных бумаг (например, конвертируемых облигаций) следует выделить в этом элементе привлеченного капитала собственный и заемный капитал и затем пересчитать веса. Таким образом, итоговые веса будут отличаться от балансовых пропорций.

Существует набор механизмов, позволяющий менеджменту компании повлиять на значение барьерной ставки доходности по капиталу компании вне зависимости от общерыночных факторов и отраслевых рисков рассматриваемой компании, влияющих на стоимость денег. Прямая задача финансовой службы предприятия — снизить барьерную ставку по капиталу компании. Направления этих усилий показаны на рис. 9.4.

Задача удешевления капитала достигается как через активную работу с банковским сектором экономики и мониторинг подвижек на рынке заимствования, так и через использование гибких условий привлечения капитала, выпуск структурированных финансовых продуктов, позволяющих компании удешевлять отдельные элементы капитала (например, конвертируемых облигаций, облигаций с правом выкупа и т.п.). Еще один вариант решения задачи удешевления капи-

тала — оптимизация структуры капитала, т.е. нахождение таких весов собственного и заемного капитала, при которых *WACC* принимает минимальное значение.

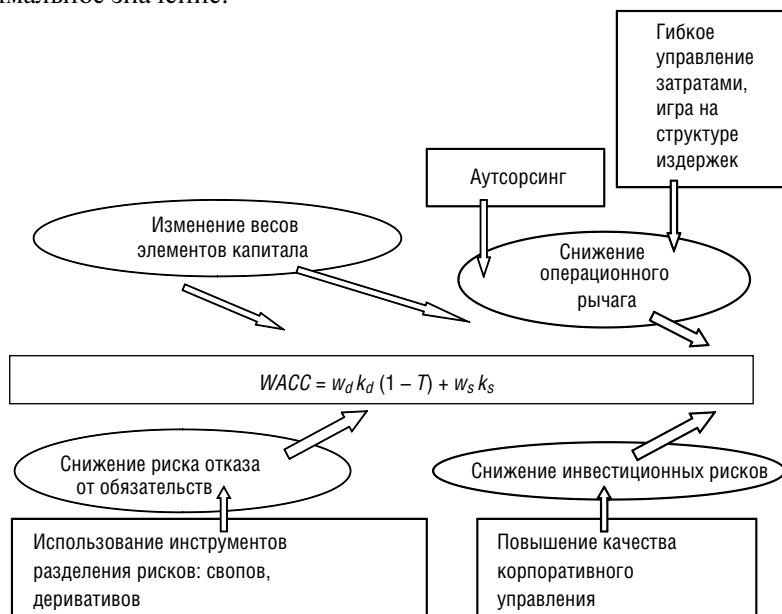


Рис. 9.4. Направления управленческих усилий для снижения барьерной ставки по капиталу компании

Один из вариантов изменения структуры капитала — выкуп акций компании без увеличения долга (за счет нераспределенной прибыли и отказа от денежных дивидендов). Возникает вопрос, целесообразно ли менять структуру капитала: финансировать выкуп акций за счет прибыли или заемного капитала? Целесообразно ли привлекать внешний публичный собственный капитал (проводить первичные и вторичные размещения акций на бирже)? На эти вопросы мы ответим в следующих разделах.

9.4. Гибридные конструкции формирования ставки отсечения

Гибридные конструкции занимают промежуточное положение между субъективными методами и модельными построениями. Они характеризуются использованием формулы разложения требований

по капиталу компании или требований только по собственному капиталу с учетом факторов риска. При этом премии за риск вводятся достаточно субъективно — на базе экспертных оценок или небольшой выборки наблюдений.

Для обоснования стоимости по собственному капиталу могут применяться различные конструкции введения премий, начиная от достаточно простых («ставка по займу плюс») до учета множественности факторов риска. Такие многофакторные конструкции получили название кумулятивных, или накопительных, построений. Эти построения можно найти в рекомендациях обществ оценщиков (саморегулируемых организаций) для применения доходного подхода к оценке бизнеса (изложение этого подхода дано в главе 19), но для выстраивания механизмов управления они слабоприменимы. Однако они дают возможность проведения контроля при выборе модели обоснования ставки по собственному капиталу, поэтому представим их краткую характеристику.

Типичный пример простого кумулятивного построения предполагает выбор в качестве отправной точки расчета требуемую доходность по заемному капиталу:

$$k_s = k_d + AERP,$$

где *AERP* (*adjusted equity risk premium*)¹ — премия за дополнительный риск владения собственным капиталом компании по сравнению с кредитным риском.

Оценки на развитых рынках капитала позволяют вводить значения премии за риск акционерного капитала (*equity risk premium, ERP*) на уровне 3—4%. Для развивающихся рынков из-за слабости защиты собственности и наличия политических рисков эта величина оказывается выше (обычно на уровне 7—10%).

Как видим, такой расчет предполагает, что все риски операционной деятельности находят отражение в ставке по заемному капиталу. Премия за риск инвестирования в собственный капитал разных компаний оказывается одинаковой, что не совсем адекватно отражает реально принимаемые инвесторами риски. Ведь разные компании различны в глазах инвесторов по уровню корпоративного управления (т.е. по защите их интересов), по степени подверженности политическому (страновому) риску и т.п. Поэтому такой вариант расчета используется только при экспресс-анализе финансового здоровья компании с пози-

¹ Установленная премия за риск вложения в акции.

ции создания стоимости. Для выстраивания финансового управления подобный алгоритм явно слаб. В главе 20 изложено, как может быть проведено обоснование стоимости заемного капитала, а затем рассмотрены модельные конструкции формирования требуемой доходности по собственному капиталу.

Общий алгоритм кумулятивного метода вычисляется по формуле:

Стоимость по собственному капиталу компании = ks = Безрисковая ставка доходности (k_f) + Премия за операционный риск компании¹ + Премия за финансовый риск² + Премия за риск корпоративного управления³.

Пример. Безрисковая ставка по долгосрочным государственным ценным бумагам (заимствованиям государства в долларах США) в 2007 г. составляла 6%. Рассматриваемая компания является крупной, диверсифицированной по продукции и регионам присутствия, с большим количеством поставщиков и потребителей. Компания работает в зрелой отрасли. Премия за операционный риск составит 3%. Компания работает на отраслевом уровне заимствования (финансовый рычаг, как отношение заемного капитала к собственному, равен 0,3). Премия за финансовый риск оценена в 2%. В компании отлаженная система корпоративного управления (отчетность составляется по МСФО, раскрывается дополнительная нефинансовая информация, в совете директоров присутствуют независимые члены, менеджменту компании принадлежит 2% акций компании). Премия за риск корпоративного управления оценена в 0%. Итого: $ks = 11\%$.

Иные методы расчета могут строиться по следующей формуле:

ks = Безрисковая ставка доходности + Премия за рыночный риск + Премия за дополнительные риски собственного капитала.

На развитых рынках капитала премия за риск на уровне 4,5–6%, на развивающихся доходит до 8–10%.

Другие гибридные модели рассматриваются в главе 20.

¹ Чем больше факторов риска, приводящих к волатильности операционной прибыли, тем выше эта премия.

² Чем больше факторов риска, делающих чистую прибыль более волатильной, нежели, например, операционная прибыль, чем выше процентные платежи, тем выше эта премия.

³ Чем больше факторов риска, порождающих несправедливое распределение заработной чистой прибыли, тем выше эта премия.

Контрольные вопросы

1. В решении каких задач используется понятие «стоимость капитала компании»?
2. Как для разных управленческих решений, затрагивающих движение денег, менеджеры компании ищут альтернативные варианты вложения капитала на рынке?
3. Почему требуемая доходность кредиторов компании не равна стоимости заемного капитала?
4. Как выбирается ставка отсечения для инвестиций с гарантированным получением выгод?
5. Чем аналитические методы обоснования требуемой отдачи отличаются от субъективных? В каких случаях они предпочтительны?
6. Почему субъективные методы обоснования ставки отсечения часто ее занижают?
7. Какие компании чаще применяют аналитические конструкции для обоснования ставки отсечения?
8. Каковы преимущества и особенности применения метода *WACC*?
9. Как выбираются веса при расчете *WACC*?
10. Каков алгоритм кумулятивного построения ставки по собственному капиталу компании?

АНАЛИЗ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ КОМПАНИИ

Глава 10

Методология анализа финансовой отчетности

10.1. Анализ отчетности как база принятия управленческих решений

В современном мире все острее становится проблема выживания каждого хозяйствующего субъекта, в связи с чем актуализируется необходимость приобретения навыка «экономического чтения» финансовых отчетов самыми разными участниками рыночных отношений, прямо или косвенно заинтересованными в результатах функционирования компании. По сути, финансовая среда бизнеса определяет необходимость ведения анализа тенденций развития, оценки деловой активности компании с целью оптимизации принятия управленческих решений. Очевидно, что основной целью такой работы становится не только моделирование бизнес-процессов сегодня, но и взгляд в будущее, определение тенденций развития компании.

Основным инструментом решения поставленной проблемы является анализ отчетности — взгляд на компанию через призму публичной систематизированной финансовой отчетности, в которой, как в зеркале, отражены результаты всех принятых за отчетный период управленческих решений.

Одним из способов снижения имеющихся финансовых и операционных рисков становится осуществление постоянного качественного анализа финансовой отчетности компании, который может рассма-

триваться как современный диагностический комплекс для оценки финансового здоровья организации. Подобная постановка вопроса предполагает широкое использование формализованных, доступных методов обработки текущих учетных данных, что в свою очередь требует серьезного их изучения. Именно финансовый анализ дает в руки специалисту инструменты для решения ключевых вопросов развития любого бизнеса:

- каким должна быть величина, оптимальный состав и структура активов компании;
- как выбрать источники финансирования и оптимизировать структуру капитала;
- как организовать управление финансовыми потоками, чтобы обеспечить платежеспособность и финансовую устойчивость компании.

В этой главе мы попытаемся ответить на поставленные вопросы.

10.2. Анализ отчетности и финансовый анализ

Финансовый анализ, будучи составной частью комплексного экономического анализа, является существенным элементом финансового менеджмента, т.е. его цели самым тесным образом связаны с управленческими решениями, реализующимися, в конечном счете, в управлении денежными потоками, поддержании платежеспособности компании во времени.

В экономической литературе выделяют два подхода к определению финансового анализа:

- широкая трактовка: финансовый анализ — это «аналитические процедуры, позволяющие принимать решения финансового характера» (В. Ковалев). Подразумевается, что охватываются все разделы аналитической работы, связанные с управлением финансами, включая рынок капитала;
- сфера финансового анализа сужается до анализа бухгалтерской отчетности. В Финансово-кредитном энциклопедическом словаре он определяется как совокупность методов определения имущественного и финансового положения хозяйствующего субъекта в истекшем периоде, а также его возможностей на ближайшую перспективу.

Было бы неверно сводить весь процесс аналитической работы исключительно к экономическому чтению финансовых отчетов. В то же время слишком вольная трактовка зачастую приводит к отождествлению финансового анализа и финансового менеджмента.

Финансовый менеджмент имеет целый ряд функций, включая информационную, собственно управленческую и аналитическую. Финансовый анализ лежит в плоскости аналитического блока финансового менеджмента, реализуя именно эту функцию (обоснование решений и формулировка рекомендаций в процессе подготовки и обработки информации финансового характера).

В широком смысле слова объектами финансового анализа могут выступать рынки капитала, финансы страны или региона, сегмент рынка, международные финансы (макроуровень). С другой стороны, анализ может вестись в рамках компании, когда объектом выступает финансовая модель фирмы (микроуровень). В данной работе мы рассматриваем финансовый анализ как один из инструментов совершенствования финансовой модели компании.

В том случае, если объектом исследования выступает управление финансами компании, финансовый анализ может быть классифицирован на два подвида: внешний и внутренний.

Внешний анализ ориентирован на оценку инвестиционной привлекательности компании, ее кредитоспособности, т.е. ведется с позиции внешних пользователей (потенциального инвестора, кредитора, делового партнера). Поскольку в этом случае компания позиционируется как субъект рыночных отношений, анализ проводится с использованием общедоступной информации финансового и нефинансового характера, используемой для выявления факторов роста стоимости компании.

Внутренний анализ встраивается в систему управления финансами компании и ведется с позиции внутрифирменного аналитика. Целью его является обоснование решений инвестиционно-финансового характера в рамках разработанной и принятой стратегии развития компании. Ключевой блок — анализ финансового положения и деловой активности организации на базе данных, представленных в систематизированной финансовой отчетности.

Речь идет об анализе финансовой отчетности (АФО), который позволяет аналитику оценить:

- финансовую структуру (имущественное состояние) фирмы;
- достаточность капитала для текущей деятельности и долгосрочных инвестиций;
- структуру капитала и возможность погашения долгосрочных обязательств перед третьими лицами;
- тенденции и сравнительную эффективность (направление развития компании);
- ликвидность компании, возникновение угрозы банкротства;
- деловую активность компании и др.

Анализ финансовой отчетности необходимо рассматривать в контексте тех целей, которые ставит перед собой исследователь. В связи с этим различают несколько базовых мотивов ведения регулярного АФО:

- инвестирование в акции компании;
- предоставление или продление кредита;
- оценка финансовой устойчивости поставщика или покупателя;
- оценка возможности получения компанией монопольной прибыли (что провоцирует антимонопольные санкции со стороны государства);
- прогнозирование вероятности финансовой несостоятельности компании;
- внутренний анализ эффективности деятельности компании с целью оптимизации решений по увеличению финансового результата и укреплению ее финансового состояния.

Таким образом, АФО является неотъемлемой частью как внешнего, так и внутреннего финансового анализа, обеспечивающей возможность оценки имущественного и финансового положения компании на базе внешней публичной отчетности.

Следует подчеркнуть, что принятие решений об инвестировании капитала, получении кредита, предотвращении банкротства и в целом эффективное управление бизнесом невозможно без проведения своевременной и всеобъемлющей диагностики состояния предприятия.

Обычно методы финансового и организационного диагноза описываются как самостоятельные процедуры. В действительности диагностика должна рассматриваться как одна из фаз модели планируемых организационных изменений, а также процесса консультирования. Речь идет о необходимости комплексного анализа состояния компании во избежание ошибок менеджеров при принятии ими управленческих решений. Отдельными составляющими такого комплексного исследования являются: менеджмент организации, основные бизнес-процессы, финансы, маркетинг, управление персоналом.

Следовательно, работа по диагностике должна проводиться в несколько этапов:

- постановка целей диагноза;
- финансовый анализ;
- анализ отклонений;
- поиск причин появившихся отклонений;
- организационный диагноз;
- планирование действий.

В рамках указанного подхода определяющими характеристиками компании являются ее организационно-функциональная, организационно-финансовая и организационно-правовая структуры.

Четко выстроенная *организационно-функциональная структура* позволяет ответить на вопрос: какие функции необходимо выполнять? В случае если какая-либо из функций окажется нереализованной, возникает сбой основной деятельности компании. Именно поэтому четкое распределение функций является принципиально важным. Развитие компаний по организационно-функциональному направлению может проходить от линейной через линейно-штабную и дивизионную к смешанным и многомерным.

С другой стороны, если бизнес диверсифицирован, приоритетной становится проблема оценки финансовых результатов того или иного направления. Ответить на предложенный выше вопрос помогает правильно выстроенная *организационно-финансовая структура* компании.

Элементами этой структуры, в отличие от отделов и департаментов, являются выделенные бизнесы с выявлением финансовых потоков по каждому из них. Данные субъекты финансовой структуры получили название «центры финансового учета» либо «центры финансовой ответственности».

Отмечают три типа такого рода центров:

- «профит-центры», т.е. устойчиво функционирующие подразделения, получающие реальную прибыль;
- инвестиционные или «*venture*-центры», прибыль в которых будет получена в будущем (они могут быть определены как внутренний инвестиционный кредит);
- центры затрат — подразделения, необходимые функционально, но не приносящие прямого дохода (юридический отдел, служба безопасности и др.).

В рамках выделенных центров организуется движение финансовых потоков.

Организационно-правовая структура дает возможность получить ответ на вопрос: в какой форме будет вести свою деятельность компания? Следовательно, необходимо продумать и создать такую организационно-правовую структуру, субъектами которой будут конкретные юридические лица в нужной и оптимальной организационно-правовой форме, с соответствующей требованиям компании юрисдикцией.

Таким образом, комплексная финансовая и организационная диагностика — это два взаимосвязанных подхода к анализу состояния предприятия, грамотное соединение которых дает аналитикам и менеджерам мощный инструмент управления будущим для обеспечения длительного функционирования компании в сложных и постоянно меняющихся экономических условиях.

Анализ финансовой отчетности является частью аналитических процедур, имеющей исключительное значение для обоснования целого ряда управленческих решений. При этом контрольная функция отходит на второй план.

Целевой установкой систематического рассмотрения содержания финансовых отчетов является получение достоверных данных, в совокупности характеризующих текущую финансовую устойчивость компании и имеющих прогнозную ценность. Итогом такой деятельности будет создание системы базовых, наиболее информативных параметров, дающих представление о финансовом состоянии компании, эффективности ее функционирования как самостоятельно хозяйствующего субъекта, используемых в текущей деятельности компании.

Результаты финансового анализа используются в рамках реализации стратегии компании:

- при получении кредитов;
- привлечении инвестиций;
- выходе на фондовую биржу;
- сравнении собственной компании с другой (бенчмаркетинг).

В оперативной деятельности результаты финансового анализа применяются:

- для оценки финансового состояния компании;
- оценки прогнозируемых и достигнутых результатов деятельности;
- установления ограничений при формировании планов и бюджетов;
- прогнозирования банкротства.

В теории и практике АФО разработаны определенные подходы, методика ведения анализа, используемая аудиторами, арбитражными управляющими и другими специалистами. Это сродни наличию карты, в соответствии с которой специалист движется к намеченной цели. На рисунке 10.1 представлена группа лиц, заинтересованных в проведении финансового анализа.

Под *методикой ведения АФО* понимают установление определенной логической последовательности отдельных направлений анализа и взаимосвязи между ними. Выбор методики всегда зависит от особенностей конкретного бизнеса, стратегии развития компании, особенностей внешней среды и т.п. Так, целевая установка на рост эффективности продаж определяет в качестве приоритетного направления анализ доходности бизнеса, а в качестве ключевых показателей — динамику продаж, доли рынка, доходности вложений капитала. Все внешние и внутренние контрагенты компании, прямо или косвенно заинтересованные в результатах ее деятельности, — это **стейкхолдеры** (*stakeholders*).



Рис. 10.1. Группа лиц, заинтересованных в проведении и результатах финансового анализа

Результатом установления логической последовательности аналитических процедур является формирование блок-схемы с выделением ключевых направлений анализа в соответствии с интересами конкретной группы пользователей, а также определение базовых оценочных показателей с указанием способа их расчета (рис. 10.2).

Анализ финансовой отчетности может проводиться как комплексно, так и по отдельным направлениям, определенным на этапе постановки цели и задач.

Последовательность ведения анализа финансовых отчетов:

- получение базовой информации (о владельцах предприятия, его руководстве, видах деятельности, положении в отрасли, учетной политике и т.п.);
- получение необходимых финансовых отчетов и примечаний к ним;
- определение глубины и направленности (содержания) анализа;
- анализ отдельных отчетов с использованием специальных методов обработки информации и интерпретация полученных данных;
- прогнозирование результатов деятельности фирмы и возможности погашения ее обязательств перед третьими лицами.

По степени детализации, глубины проводимого финансового анализа различают экспресс-анализ и детализированный анализ финансовых отчетов. С точки зрения основных направлений анализа они не отличаются друг от друга, но имеют разные целевые установки и разную степень глубины проработки проблемы.

Экспресс-диагностика финансового состояния компании — это обзор небольшого количества наиболее существенных показателей с целью выявления «болевых точек» в деятельности фирмы.

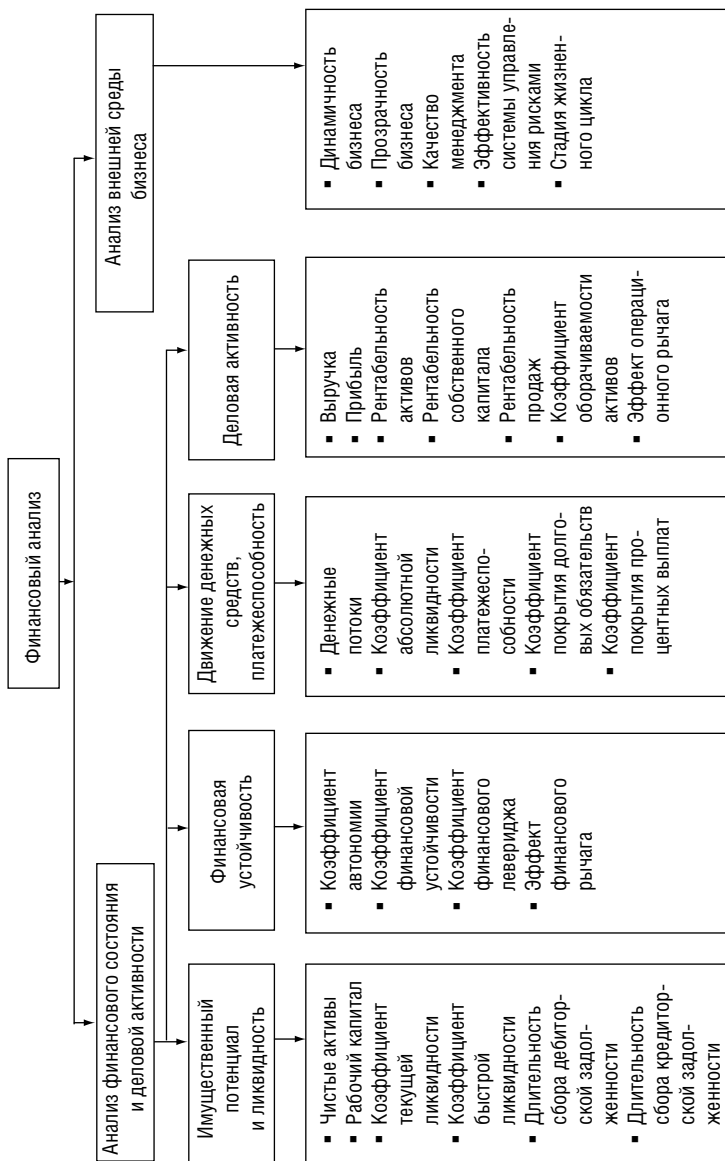


Рис. 10.2. Блок-схема финансового анализа

Детализированный анализ отчетности ориентирован на глубокую проработку проблем и разработку программы действий по решению сложных ситуаций.

Алгоритм ведения исследования представлен на рис. 10.3.

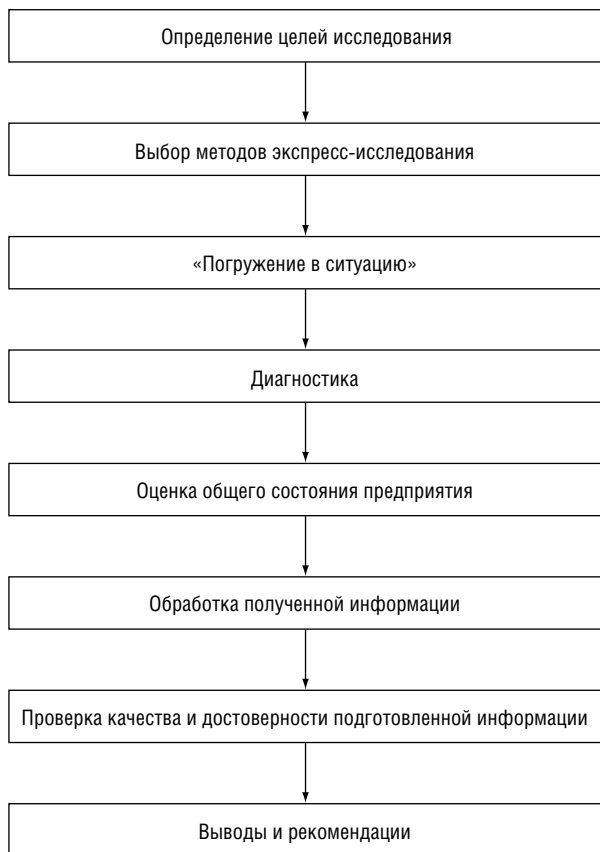


Рис. 10.3. Алгоритм экспресс-диагностики

Цель экспресс-диагностики — наглядная и простая оценка финансового состояния фирмы и результативности ее деятельности.

Чистые активы (*net assets*) — показатель, характеризующий остаточный интерес собственников на момент ликвидации компании. Существует несколько способов расчета данного показателя.

Первый способ расчета:

$$\text{Активы} - \text{Обязательства} = \text{Чистые активы.}$$

Такой способ расчета по экономическому содержанию приравнивает чистые активы к собственному капиталу компании (активы, очищенные от всех обязательств).

Второй способ расчета:

Активы – Текущие обязательства (ТО) = Чистые активы.

Данный способ целесообразно использовать при анализе долгосрочной эффективности компаний, имеющих в составе источников высокую долю долгосрочных обязательств в силу специфики бизнеса (например, строительные, рекламные компании).

В этом случае чистые активы складываются из собственного капитала (СК) и долгосрочных обязательств (ДО). Такой показатель еще называют вложенным (используемым) капиталом (имеет и другие способы расчета). По сути, чем выше доля вложенного капитала в валюте баланса, т.е. чем больше у компании долгосрочных источников, тем выше ее финансовая устойчивость.

Оборотный (рабочий) капитал (*working capital*) — характеризует наличие (отсутствие) у компании резерва текущих (оборотных) активов на покрытие текущих (краткосрочных) обязательств. Данный показатель также имеет несколько способов расчета.

Первый способ расчета:

Текущие активы (ТА) – Текущие обязательства =
= Рабочий капитал (РК).

Второй способ расчета:

$$СК + ДО - ВА = РК,$$

где ВА — внеоборотные активы.

Согласно балансовому уравнению:

$$ТА + ВА = СК + ТО + ДО,$$

разница между текущими активами и текущими обязательствами составит:

$$ТА - ТО = СК + ДО - ВА.$$

Величина РК в значительной степени определяется составом и величиной оборотных средств. Уровень РК тесно связан как с риском, так и с рентабельностью деятельности компании. Недостаток РК означает, что компания имеет дефицит оборотных средств и, следовательно, нуждается в привлечении дополнительных источников (например, путем кредитования).

Что дает наличие такого рода методики? Постоянный мониторинг показателей ликвидности, финансовой устойчивости, деловой активности и рыночной устойчивости компании позволяет менеджерам проводить сравнительный анализ, предупреждать негативные последствия интуитивных или запоздалых решений, своевременно корректируя финансовую стратегию компании.

10.3. Стандартные приемы (методы) ведения анализа финансовой отчетности

В своей практической деятельности финансовые аналитики используют общепринятые методы, представляющие собой систематизированную совокупность инструментов и принципов исследования финансовой деятельности субъекта.

Все многообразие используемых методов может быть представлено в виде двух больших групп (рис. 10.4):

- методы, предполагающие высокую степень формализации (математические, статистические, эконометрические, моделирование процессов);
- методы, ориентированные на интуицию и опыт аналитика, отличающиеся достаточно высоким уровнем субъективизма (метод экспертных оценок, метод сравнений, построение аналитических таблиц и др.). Использование этих инструментов нельзя рассматривать как возможность получения абсолютно точной, надежной картины финансового состояния предприятия; однако анализ ряда финансовых соотношений позволяет составить о нем общее представление, получить обоснованные данные для принятия решений об инвестициях, кредитовании, прогнозировании развития бизнеса.

В реальной практике профессиональными аналитиками выработаны основные правила «чтения» финансовых отчетов, предполагающие использование преимущественно таких методов, как горизонтальный, вертикальный, трендовый и коэффициентный анализ. При этом надо иметь в виду, что периодическая бухгалтерская (финансовая) отчетность предприятия — это лишь исходная информация для анализа, подготовленная в ходе выполнения на предприятии учетных процедур.

Уже в первой половине XIX в. специалистами была предложена форма обработки такого рода информации в виде сравнительного аналитического баланса. Такой баланс может быть получен путем агреги-

рования (укрупнения) статей стандартного формата балансового отчета и дополнения его показателями структуры и динамики активов и источников их формирования за отчетный период.



Рис. 10.4. Методы анализа финансовой отчетности

Обязательными показателями сравнительного аналитического баланса являются:

- абсолютные величины по статьям исходного отчетного баланса на начало и конец периода;
- удельный вес каждой статьи баланса в валюте баланса на начало и конец периода;
- изменения в абсолютных величинах;
- изменения в удельных весах;
- изменения в процентах к величинам на начало периода (темпы прироста статьи баланса).

Все показатели сравнительного баланса можно разбить на три группы:

- показатели структуры баланса (удельный вес каждой статьи в валюте баланса);
- показатели динамики баланса (темпы роста балансовых статей);
- показатели структурной динамики баланса (изменение удельных весов и темпов роста во времени).

Для осмысления общей картины изменения финансового состояния весьма важны показатели структурной динамики баланса. Сопо-

ставляя изменения структуры актива и пассива, можно сделать вывод о том, через какие источники в основном осуществлялся приток новых средств и в какие активы эти новые средства были вложены.

Сравнительный баланс фактически включает показатели как горизонтального, так и вертикального анализа.

Переводя данные типовых форм бухгалтерской отчетности в аналитическую, делая их сопоставимыми по нескольким периодам (и даже убирая некоторое несоответствие старых и новых типовых форм), можно получить аналитический баланс. В таблице 10.1 приведена группировка статей актива баланса.

Таблица 10.1

Аналитическая группировка и анализ статей актива баланса

Актив баланса	Начало периода		Конец периода		Абсолютное отклонение	Темпы роста, %
	тыс. руб.	% к итогу	тыс. руб.	% к итогу		
1. Внеоборотные активы						
1.1						
...						
2. Оборотные активы						
2.1						
...						
Баланс						

Аналогично строится таблица для анализа пассивов баланса. Также можно создать подобные таблицы для каждой группы показателей — ликвидности, финансовой устойчивости, деловой активности и сводную таблицу по всем показателям для выявления их динамики и взаимосвязей. Предложенная форма используется специалистами для анализа не только баланса, но и любого другого финансового отчета.

Сравнение показателей финансовой отчетности осуществляется путем постатейного сопоставления балансов, отчетов о прибылях и убытках и отчетов о движении денежных средств и выявления изменений, происходящих с ними из года в год и за ряд лет. При сравнении за небольшой срок (два-три периода) обычно используется метод цепной динамики, т.е. все данные представляются как в абсолютном виде, так и по отношению к данным за предыдущий период (в прямом отношении или в виде показателей прироста (падения)). Горизонтальный

анализ используется для выявления тенденций изменения отдельных статей отчетности или их групп.

Вертикальный (структурный) анализ (vertical analysis) позволяет определить удельный вес отдельных статей отчетности в общем итоговом показателе и сравнить полученный результат с данными предыдущего периода. Техника вертикального анализа представлена в табл. 10.2.

Таблица 10.2

**Техника вертикального анализа на примере
балансового отчета (актива) компании ABC**

№ п/п	Актив	Абсолютные величины		Удельный вес (У)		Отклонение
		1-й год	2-й год	1-й год	2-й год	
1	Текущие активы (ТА)	ТА ₁	ТА ₂	ТА ₁ × × 100 = = Б ₁ = У ₁	ТА ₂ × × 100 = = Б ₂ = У ₂	У ₂ – У ₁
2	Внеоборотные активы (ВА)					
3	Баланс (Б)	Б ₁	Б ₂			

Вертикальный анализ — представление отчетности в виде относительных величин, которые описывают структуру обобщающих итоговых показателей. Обязательным элементом такого анализа является построение динамических рядов этих величин для того, чтобы отследить и спрогнозировать структурные сдвиги. Выводы, получаемые в ходе вертикального анализа, обычно подтверждаются результатами анализа коэффициентов; иногда можно получить дополнительные выводы.

Структурный анализ чрезвычайно полезен как при работе с балансом, так и при работе с отчетом о прибылях и убытках.

Анализ тенденций, или трендовый анализ (trend analysis), позволяет определить отклонения показателя за ряд лет от уровня базисного года. Техника трендового анализа представлена в табл. 10.3.

Таблица 10.3

**Техника трендового анализа на примере балансового
отчета (активов) компании ABC**

Актив	Годы					
	1	2	3	4	5	6
Текущие активы (ТА), тыс. руб.	ТА ₁	ТА ₂	ТА ₃	ТА ₄	ТА ₅	ТА ₆
		ТА ₂	ТА ₃	ТА ₄	ТА ₅	ТА ₆

Окончание

Актив	Годы					
	1	2	3	4	5	6
Текущие активы, %	100	ТА ₁	ТА ₁	ТА ₁	ТА ₁	ТА ₁
Внеоборотные активы (ВА), тыс. руб.	ВА ₁	ВА ₂	ВА ₃	ВА ₄	ВА ₅	ВА ₆
		ВА ₂	ВА ₃	ВА ₄	ВА ₅	ВА ₆
Внеоборотные активы, %	100	ВА ₁	ВА ₁	ВА ₁	ВА ₁	ВА ₁
Баланс						

Анализ тренда представляет собой анализ динамики какого-либо показателя на большом отрезке времени (5—7 лет).

Трендовый анализ — сравнение каждой позиции отчетности с базисным периодом и определение тренда, т.е. основной тенденции в динамике показателя за несколько отчетных периодов. С помощью тренда формируют возможные значения показателей в будущем, следовательно, ведется перспективный (прогнозный) анализ. Он дает ключ к пониманию того, как на самом деле развивается компания, т.е. улучшается ли ее положение, остается ли оно неизменным или ухудшается, имеет ли предприятие какие-либо внутренние проблемы. При выявлении неблагоприятных тенденций, отсутствующих на уровне среднетраслевых показателей, делается вывод о наличии «узких мест» (проблем) в деятельности анализируемой компании.

Анализ коэффициентов (ratio analysis) призван оценить изменения соотношения между отдельными показателями. Он выявляет динамику во взаимоотношениях между различными наборами данных («поливариантные изменения»). Техника коэффициентного анализа показана в табл. 10.4.

Таблица 10.4

Техника проведения коэффициентного анализа на примере компании ABC

Коэффици- циенты	Годы		Нормативное значение (НЗ)	Отклонения		
	1-й	2-й		2-й г. / 1-й г.	1-й г. : НЗ	2-й г. : НЗ
K_1						
K_2						
K_3						
K_4						

Коэффициентный анализ является одним из наиболее популярных на сегодняшний день методов анализа финансовой отчетности.

Коэффициент — это математическое отношение одного числа к другому. Его просто рассчитать, но довольно сложно интерпретировать. Частным случаем коэффициентного анализа является структурный анализ.

Система коэффициентов представляет собой набор соотношений данных из отчетных форм. Существует ряд следующих требований, которым эта система должна удовлетворять:

- каждый коэффициент должен иметь экономический смысл;
- коэффициенты рассматриваются только в динамике (иначе их сложно анализировать);
- коэффициент должен быть прост в расчетах и понятен заинтересованным пользователям;
- при формировании заключения требуется четкая интерпретация динамики рассчитанных коэффициентов.

Чтобы правильно сформулировать выводы по результатам проведенного анализа, необходимо иметь некий стандарт (базу для сравнительного анализа). Для этого могут быть использованы рекомендованные специалистами среднеотраслевые показатели, а также показатели, характеризующие финансовое положение конкурентов или эталонной компании в отрасли.

Финансовая отчетность — информационная основа анализа финансового состояния предприятия. Для сбора информации о внутреннем состоянии компании и о влиянии внешней среды могут быть использованы самые разные источники, имеющие учетный или внеучетный характер.

В первую группу источников информации включают:

- бухгалтерскую (финансовую) отчетность;
- примечания к финансовой отчетности;
- управленческую отчетность;
- налоговую отчетность;
- учетную политику компании.

В качестве дополнительных источников информации могут быть использованы:

- официальная статистика;
- нормативная база отраслевых министерств;
- специальные аналитические агентства;
- материалы аудиторских проверок;
- базы данных крупных компаний;
- экономические периодические издания;
- электронные сайты компаний.

Объединение финансовых и нефинансовых данных в единую сбалансированную систему обеспечивает заинтересованным пользователям информационную базу для своевременного выявления зон риска в деятельности компании и принятия эффективных управленческих решений.

Под систематизированной финансовой отчетностью (*classified financial statements*) понимается отчетность внешняя (публичная), сгруппированная по основным экономическим элементам.

Цель формирования финансовой отчетности — предоставление информации, полезной широкому кругу пользователей при принятии управленческих решений. В частности, это информация о финансовом положении, финансовых результатах и движении денежных средств компании. Вторичной задачей финансовой отчетности является обеспечение прозрачности компании за счет полного раскрытия полезной информации.

Таким образом, финансовая отчетность содержит данные:

- об активах (*assets*);
- обязательствах (*liabilities*);
- собственном капитале (*owners equity*);
- доходах и расходах (*revenues and expenses*);
- потоках денежных средств (*cash flows*).

Полный комплект финансовой отчетности включает:

- балансовый отчет (*balance sheet*);
- отчет о прибылях и убытках (*income statement*);
- отчет о движении денежных средств (*statement of cash flows*);
- отчет об изменениях капитала (*statement of owner's equity*);
- примечания к финансовым отчетам (*notes to financial statements*).

Пояснительная записка (примечания) по сути представляет собой развернутый аналитический отчет по итогам года, дающий информацию в дополнение к той, что в агрегированной форме представлена в основных отчетах. В частности, в пояснительной записке должно быть проанализировано финансовое состояние компании в краткосрочной и долгосрочной перспективе, выявлены факторы, оказавшие влияние на финансовые результаты отчетного периода; представлены решения по распределению чистой прибыли, условиям и срокам погашения обязательств; основные операции, оказывающие влияние на финансовое положение компании (увеличение доли заемного капитала, поглощения, инвестирование и др.); степень риска при финансовых сделках (форвардных контрактах, свопах, опционах); социальные и пенсионные программы.

Пояснительная записка — серьезный документ, дающий дополнительную информацию деловым партнерам, инвесторам, кредиторам, менеджерам компании, проводящим внутренний финансовый анализ или ведущим сравнительный анализ (бенчмаркинг).

Принципы подготовки финансовой информации (*assumption*) определяют концепцию формирования финансовой отчетности, раскрывают подходы к трактовке содержания отдельных стандартов бухгалтерского учета.

Основополагающими допущениями формирования финансовой отчетности являются принцип начисления и принцип непрерывности деятельности компании.

Принцип начисления (accrual basis) — результаты хозяйственных операций признаются по факту их свершения, независимо от момента поступления или выплаты денежных средств и отражаются в финансовой отчетности тех периодов, к которым они относятся.

Принцип непрерывности (going concern) — компания будет продолжать функционировать в обозримом будущем, и у нее нет ни намерения, ни необходимости ликвидироваться или сокращать масштабы своей деятельности.

В целом именно финансовые отчеты являются основными средствами передачи существенной учетной информации заинтересованным пользователям.

Контрольные вопросы

1. В чем отличие АФО от финансового анализа и диагностики финансового состояния компании?
2. Какие приемы и методы применяются в АФО?
3. Чем внутренний анализ отличается от внешнего?
4. Где используются результаты АФО?
5. Кто заказчик АФО?
6. Что понимается под экспресс-диагностикой финансового состояния компании?
7. Какие выводы делаются из горизонтального, вертикального и коэффициентного анализа?

Диагностирование ликвидности, рентабельности и деловой активности по данным стандартной финансовой отчетности

11.1. Состав, основные элементы и аналитическая ценность форм финансовой отчетности

Рассмотрим первые три составляющие комплекта финансовой отчетности подробнее.

Балансовый отчет — бухгалтерский баланс (по нормативам российских стандартов бухгалтерского учета)¹. Целью формирования балансового отчета является отражение финансового состояния компании на определенную дату (обычно на конец месяца, квартала или года). Именно поэтому в соответствии с рекомендациями МСФО его называют отчетом о финансовом положении и указывают, на какую дату он составлен.

Под финансовым положением понимается количество экономических ресурсов, контролируемых компанией, и требований в отношении этих ресурсов, т.е. баланс показывает, какими ресурсами (активами) компания располагает, сколько она должна продавцам и кредиторам (обязательства или заемный капитал) и какова величина собственного капитала. Соотношение активов и капитала может быть выражено в форме основного балансового уравнения:

$$\text{Активы} = \text{Обязательства} + \text{Собственный капитал.}$$

Таким образом, должен существовать «баланс» между активами и источниками их формирования.

Основными элементами балансового отчета являются активы и собственный капитал компании.

¹ Здесь и далее в основном мы будем использовать международный термин — «балансовый отчет».

Активы — это ресурсы, фиксируемые в финансовом учете, контролируемые компанией, способные обеспечить получение экономических выгод в будущем.

Собственный капитал — остаточный капитал в компании, остающийся после вычета всех ее обязательств. Преобразовав бухгалтерское равенство, можно определить собственный капитал следующим образом:

$$\text{Собственный капитал} = \text{Активы} - \text{Обязательства.}$$

Следует обратить внимание, что в балансе все категории счетов разделены на подгруппы, инвесторы и кредиторы изучают взаимосвязь между подгруппами классифицированного отчета.

В отличие от Европейского союза в США, например, баланс представлен иначе: сначала перечислены оборотные активы, а внеоборотные показываются в конце списка (по принципу убывания ликвидности активов); подгруппы собственного капитала определяются организационно-правовой формой компании. В соответствии с МСФО баланс может быть представлен в любом из этих форматов.

На основании данных, содержащихся в балансовом отчете, специалистом может быть проведен анализ имущественного потенциала, ликвидности компании (возможности погашения текущих обязательств за счет имеющихся текущих активов) и ее финансовой устойчивости (возможности сохранения платежеспособности в долгосрочной перспективе).

Отчет о прибылях и убытках. В отчете о прибылях и убытках обобщена информация о доходах, расходах компании и полученном ею финансовом результате (прибыли или убытках) за отчетный период.

Использование такого рода данных обеспечивает возможность оценить, насколько результативной была деятельность компании за определенный период, и помогает прогнозировать будущие денежные потоки. В рамках МСФО отчет носит название Отчета о совокупном доходе.

Основными элементами отчета о прибылях и убытках являются доходы и расходы компании.

Доходы — это увеличение экономических выгод в форме поступлений (или увеличения) активов либо сокращения обязательств. Данное понятие включает в себя выручку от реализации и все прочие доходы. Полученный доход увеличивает размеры капитала компании.

Расходы — это сокращение экономических выгод, связанное с выбытием активов либо увеличением обязательств. Понесенные расходы уменьшают размеры капитала компании.

Как правило, отчет о прибылях и убытках имеет многоступенчатый формат, содержащий разные виды прибыли: валовую, прибыль от продаж (операционную), прибыль до налогообложения, чистую и нераспределенную прибыль.

Основное преимущество этого формата заключается в том, что в нем операционная деятельность отделяется от неоперационной (прочей), а расходы классифицируются по функциям и сопоставляются с соответствующими доходами.

В аналитических целях рекомендуется очистить отчет от данных, отражающих единовременные операции, такие как затраты на реструктуризацию или возмещение ущерба; кроме того, необходимо выделить чрезвычайные доходы и расходы, показывающие события и сделки, которые не являются типичными для компании. Такой подход дает возможность выделить факторы, оказывающие влияние на регулярно получаемую чистую прибыль. В целом лучшим индикатором роста деловой активности компании считается прибыль от операционной деятельности (в российском стандарте это прибыль от продаж).

Таким образом, информация, полученная после группировки и обработки данных, содержащихся в отчете о прибылях и убытках, является базой для анализа и оценки результативности, эффективности деятельности компании и качества использования находящихся в ее собственности ресурсов.

В настоящее время в рамках МСФО рекомендовано называть традиционный отчет Отчетом о совокупном доходе (*reporting comprehensive income*) с выделением двух разделов: отчета о прибыли, полученной за период, и отчета о прочих доходах компании.

Отчет о движении денежных средств. Цель формирования отчета о движении денежных средств — предоставление информации об изменениях в денежных средствах и их эквивалентах за отчетный период.

Подобная информация необходима для анализа источников поступления денежных средств и основных направлений их использования, оценки стабильности и достаточности чистого денежного потока, способности компании генерировать денежные средства в будущем.

В то время как отчет о прибылях и убытках формируется с помощью метода начисления и фокусируется на цели прибыльности, в основе отчета о движении денежных средств лежит кассовый метод, и ориентирован он на поддержание платежеспособности фирмы. Денежные потоки в отчете классифицированы в разрезе операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. Отчет показывает, сколько денежных средств было генерировано в результате операционной

деятельности в течение года и сколько было потрачено или пришло от инвестиционной и финансовой деятельности. Желательно, чтобы эти денежные потоки были сбалансированы.

Операционная деятельность — основная деятельность компании, приносящая доход и прочая деятельность, отличная от инвестиционной и финансовой.

Инвестиционная деятельность — приобретение и продажа долгосрочных активов и других инвестиций, не относящихся к эквивалентам денежных средств.

Финансовая деятельность — деятельность, приводящая к изменениям в размере и составе капитала и заемных средств компании.

Таким образом, информация, раскрываемая в отчете о движении денежных средств, используется для оценки платежеспособности компании в краткосрочной и долгосрочной перспективе. Руководство компании использует отчет, чтобы выяснить, необходимо ли дополнительное финансирование, решить, увеличивать или уменьшать сумму дивидендов к выплате, и составить план инвестиционных и финансовых потребностей организации.

Инвесторы, кредиторы и деловые партнеры используют отчет для оценки эффективности управления денежными потоками в компании, возможности погашать обязательства, выплачивать дивиденды и проценты по кредитам и займам.

11.2. Анализ и оценка имущественного потенциала компании

Предварительным этапом получения более полной информации о финансовом состоянии компании можно считать анализ ее имущественного положения. Стоимостное выражение собственности компании дает представление о ее имущественном потенциале (активах). Данная характеристика должна соизмеряться с величиной источников (капитала и обязательств), что и дает первое представление о финансовом состоянии организации.

Очевиден тот факт, что вся эта информация представлена в балансовом отчете и, следовательно, именно он является базовой формой, используемой для оценки имущественного потенциала компании.

Напомним, что в настоящее время в России получила признание трактовка активов, закрепленная в МСФО, согласно которой активы баланса представляют собой величину инвестиций организации, сло-

жившихся в результате предшествующих операций и финансовых сделок, и понесенных ею расходов ради будущих экономических выгод, т.е. внимание акцентируется не на вещественной, а на финансовой природе объектов учета. Стоимость же активов, очищенная от обязательств, трактуется как капитал.

Процесс построения методики анализа имущества организации включает пять последовательных этапов:

- формулировку критериев оценки структуры имущества;
- определение показателей (базовых индикаторов) оценки имущества и ключевых балансовых соотношений;
- анализ структуры активов компании;
- анализ структуры пассивов компании;
- оценку удовлетворительности структуры баланса (соответствие признакам «хорошего» баланса).

На первом этапе анализа необходимо получить дополнительную информацию об активах и пассивах компании с целью обеспечения достоверности будущих результатов.

Следует уточнить, какова степень свободы распоряжения активами, не является ли часть из них предметом залога и т.п. Кроме того, специфика деятельности компании может предопределять возможность быстрой утраты ценности активов (торговля, пищевая промышленность). И наконец, немаловажным является вопрос о наличии замороженных счетов компании (временно не работающих денег) и условных обязательств. Все эти моменты во многом определяют степень ликвидности активов и соответственно оказывают влияние на классификацию активов по степени их ликвидности, проводимую на каждом конкретном предприятии, а также на значение самих коэффициентов ликвидности.

Очевидно, что структура имущества компании неизбежно меняется в результате принимаемых управленческих решений и, как следствие, проводимых и отражаемых в бухгалтерском учете хозяйственных операций. Но структурные изменения в активах и пассивах баланса могут свидетельствовать как о положительных изменениях, так и о наличии негативных тенденций, приводящих к «утяжелению» активов.

Таким образом, основным критерием оценки изменения структуры имущества «со знаком плюс» может быть признана их мобильность, другими словами, рост скорости оборота активов, приводящий к увеличению общей суммы дохода компании.

Анализ имущественного положения компании осуществляется на базе агрегированного баланса с использованием горизонтального, вертикального и трендового методов. В процессе анализа изучается со-

став активов и пассивов, динамика их структуры, дается оценка произошедшим изменениям. Информационная база должна формироваться по отчетам, взятым не менее чем за два отчетных периода (кредитные аналитики рассматривают не менее трех отчетных периодов).

Анализ активов компании. Статьи актива располагают в балансовом отчете в зависимости от степени ликвидности (подвижности) имущества, т.е. от того, насколько быстро данный вид актива может быть преобразован в денежную форму с минимальной потерей стоимости. Разделы актива баланса также строятся в порядке ликвидности (рис. 11.1).

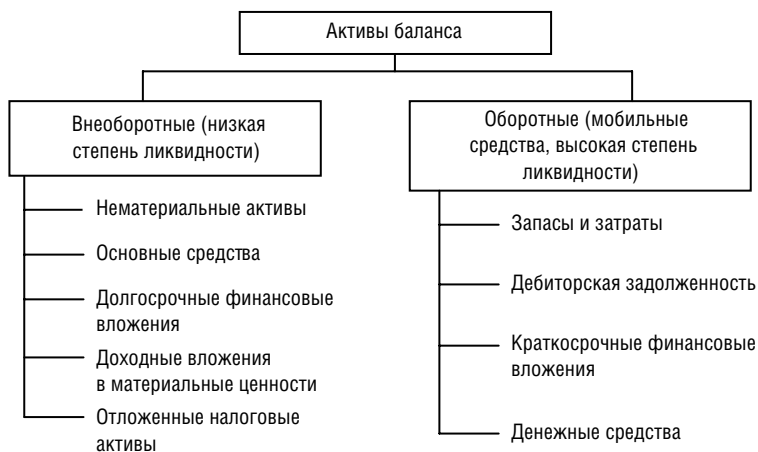


Рис. 11.1. Структура актива баланса

Как видно из рис. 11.1, активы баланса делятся на внеоборотные и оборотные. Рассмотрим каждую из этих групп.

Во внеоборотные активы (иммобилизованные средства) включают:

- нематериальные активы (патенты, авторские права, лицензии, торговые марки и другие ценные, но неовещественные активы, контролируемые предприятием);
- основные средства (здания, оборудование, земля, т.е. материальные активы со сроком полезной службы более года или одного операционного цикла);
- капиталовложения (незавершенное строительство, долгосрочные финансовые вложения и др.);
- отложенные налоговые активы.

В оборотные активы (мобильные средства) входят:

- запасы товарно-материальных ценностей (совокупность статей, которые характеризуют имущество:
 - хранящееся для реализации,
 - находящееся в процессе производства для реализации,
 - постоянно расходующееся на производство продукции;
- дебиторская задолженность;
- краткосрочные финансовые вложения (в ценные бумаги, инвестиции и др.);
- денежные средства.

Оборотные активы более ликвидны, чем внеоборотные. Это обусловлено тем, что внеоборотные активы представляют ту часть имущества предприятия, которая не предназначена для продажи, а постоянно используется для производства, хранения и транспортировки продукции. Оборотные активы участвуют в постоянном цикле превращения их в денежные средства. В свою очередь их также можно разделить по степени ликвидности: наиболее ликвидные оборотные активы — денежные средства, ценные бумаги, затем дебиторская задолженность, запасы и затраты.

Показатели имущественного положения компании, представленные в балансе:

- стоимость внеоборотных (фиксированных) активов;
- стоимость оборотных (мобильных) средств, т.е. общая величина текущих активов;
- стоимость материальных оборотных средств;
- величина дебиторской задолженности (включая авансы, выданные поставщикам и подрядчикам);
- сумма свободных денежных средств (включая ценные бумаги и краткосрочные финансовые вложения);
- стоимость собственного капитала;
- величина заемного капитала;
- величина долгосрочных кредитов и займов, предназначенных, как правило, для формирования основных средств и других внеоборотных активов;
- величина краткосрочных кредитов и займов, предназначенных, как правило, для формирования оборотных активов;
- величина кредиторской задолженности;
- соотношение внеоборотных и оборотных активов;
- соотношение собственного и заемного капитала;
- соотношение дебиторской и кредиторской задолженности.

Процесс аналитической работы начинается с рассмотрения активной части балансового отчета. Цель анализа активов достаточно точно

сформулирована в Правилах проведения арбитражными управляющими финансового анализа (утверждены Постановлением Правительства РФ от 25 июня 2003 г. № 367), где подчеркивается, что анализ активов проводится в целях оценки эффективности их использования, выявления внутрихозяйственных резервов обеспечения восстановления платежеспособности, оценки ликвидности активов, степени их участия в хозяйственном обороте, выявления имущества и имущественных прав, приобретенных на заведомо невыгодных условиях, оценки возможности возврата отчужденного имущества, внесенного в качестве финансовых вложений.

Анализ изменения статей и структуры актива баланса показывает:

- величину текущих и внеоборотных активов, изменение их соотношения, а также за счет каких источников они финансируются;
- какие статьи растут опережающими темпами и как это сказывается на структуре баланса;
- долю труднореализуемых активов в валюте баланса и ее изменение;
- долю активов, «замороженных» на тот или иной срок в запасах и дебиторской задолженности;
- динамику наиболее ликвидных активов;
- балансовую стоимость активов, используемых в производственном процессе, степень износа основных средств, наличие обремененных основных средств;
- размеры вложений в нематериальные активы;
- наличие убытков и других «больных» статей в балансе;
- эффективность и целесообразность долгосрочных финансовых вложений;
- размеры запасов, которые могут быть реализованы без ущерба для производственного процесса;
- долю сомнительных долгов в составе дебиторской задолженности;
- динамические соотношения: темпы роста дебиторской и кредиторской задолженностей, собственного и заемного капитала.

Далее анализируются изменения по каждой статье текущих активов баланса как наиболее мобильной части капитала.

В целом должна быть дана оценка рациональности структуры привлечения и размещения средств в активе баланса. Каждый аналитик, проведя горизонтальный и вертикальный анализ баланса, сравнив отчетные данные с предшествующими периодами, с отраслевыми показателями, сможет оценить имущественное положение компании и выявить существующие проблемы. Возможно, необходимо использовать

так называемую облегченную модель активов с целью ускорения их оборачиваемости, очистив баланс от неликвидов, неэффективно используемых активов и пр.

Анализ пассивов (капитала) компании. В пассиве баланса отражаются источники образования имеющихся у предприятия средств. Все источники сгруппированы на определенную дату по их принадлежности и назначению. Финансовое состояние организации во многом зависит от того, какие средства оно имеет в своем распоряжении и куда они вложены.

Анализ пассивной части баланса показывает, какова величина средств (капитала), вложенных в хозяйственную деятельность предприятия, и степень участия различных его частей в создании имущества предприятия.

В зарубежной практике существует несколько иное толкование сущности *пассива баланса как обязательства за полученные ценности или требования на полученные компанией ресурсы (активы)*.

Приведенные определения не противоречат друг другу, но в современной концепции бухгалтерского учета последнее предпочтительнее.

Пассивы баланса делятся на собственный и заемный капитал (рис. 11.2).

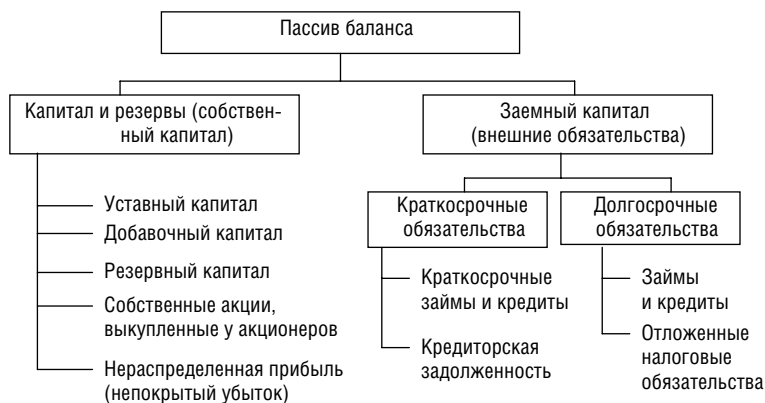


Рис. 11.2. Структура пассива баланса

Для аналитических исследований и оценки структуры пассива все обязательства группируются по следующим признакам.

Юридическая принадлежность:

- обязательства перед собственниками предприятия (собственный капитал);

- обязательства перед третьими лицами (заемный капитал).

Срочность возврата:

- средства длительного пользования;
- средства краткосрочного пользования.

Обязательства перед третьими лицами имеют разные сроки возврата: менее одного года — краткосрочные, более одного года — долгосрочные.

При проведении анализа баланса необходимо учитывать возможность необъективного отражения информации в условиях инфляции на определенном временном интервале.

Анализ пассивов проводится с целью определения степени зависимости компании от заемных средств, выявления резервов обеспечения восстановления платежеспособности, обязательств, которые могут быть оспорены или прекращены, оценки оптимальности структуры капитала.

Анализ изменения статей и структуры пассива баланса показывает:

- общую величину капитала, которым располагает компания, и ее изменение во времени;
- абсолютные суммы прироста и темпы роста собственного и заемного капитала;
- величину и темпы роста основных элементов собственного капитала: уставного капитала, резервов, добавочного капитала, нераспределенной прибыли;
- соотношение собственного и заемного капитала;
- долю краткосрочных кредитов и кредиторской задолженности в составе текущих обязательств;
- размеры обязательных платежей в рамках общей величины кредиторской задолженности;
- размеры устойчивых пассивов, долю долгосрочных обязательств в их составе.

В процессе анализа пассивов компании необходимо изучить изменения в их составе, структуре, дать оценку этим изменениям. Данная оценка будет меняться в зависимости от позиции пользователя информацией: для инвестора и кредитора более надежной представляется ситуация, когда доля собственного капитала равна или больше 50% (в данном случае не рассматриваются ситуации, являющиеся исключением из правила). Собственный капитал является основой независимости компании, что снижает финансовые риски кредиторов и инвесторов. Предприятие же заинтересовано в привлечении заемных средств. В том случае, если оно в состоянии обеспечить ставку доходности на вложенный капитал выше ставки по кредитам, то при

привлечении заемных средств возникает возможность существенного повышения рентабельности собственного капитала (эффект финансового рычага). Следовательно, привлечение заемных средств в качестве источника финансирования деятельности компании — явление нормальное; важно только обеспечить оптимальное соотношение собственного и заемного капитала, чтобы оставаться в зоне допустимого уровня риска.

В связи со сказанным серьезное внимание должно уделяться анализу краткосрочных обязательств, в частности кредиторской задолженности, ее структуре. Наличие необоснованной задолженности по обязательным платежам в бюджет, по оплате труда и других обязательств, возникновение которых может быть оспорено, предопределяет серьезное ухудшение финансового состояния компании в результате снижения его финансовой устойчивости.

Остается решить вопрос о выборе критерия для оценки изменения структуры источников финансирования компании. Большинство российских аналитиков сходятся во мнении, что в качестве такого критерия может использоваться ставка доходности собственного капитала (рентабельность собственного капитала, *ROE*). Рост этого показателя есть свидетельство положительных сдвигов в структуре пассивов компании.

Таким образом, анализ пассивов баланса служит инструментом оценки рациональности формирования источников финансирования деятельности фирмы и ее финансовой устойчивости.

Приведем некоторые признаки «хорошего» баланса (оцениваются тенденции по итогам нескольких отчетных периодов):

- рост чистых активов и рабочего капитала;
- отсутствие убытков;
- соответствие соотношения внеоборотных и оборотных активов специфике отрасли;
- превышение темпов роста собственного капитала над темпами роста заемного;
- сбалансированность скорости оборота дебиторской и кредиторской задолженности;
- превышение текущих активов над текущими обязательствами;
- превышение темпов роста выручки над темпами роста заемного капитала.

На основе полученной информации менеджеры принимают решения по управлению текущими и внеоборотными активами и капиталом, своевременно выявляя негативные тенденции, приводящие к снижению ликвидности баланса и, как следствие, ухудшению финансового положения компании в целом.

11.3. Оценка ликвидности баланса

Первым направлением анализа финансового состояния компании является *оценка состава и структуры баланса*, часто называемая экономистами *оценкой имущественного потенциала компании*.

После того как выявлены возможные проблемы, связанные с нарушением основных балансовых соотношений (что по сути является следствием неэффективных управленческих решений), можно приступить к оценке возможности обслуживания компанией долговых обязательств в текущем периоде, а именно к оценке ликвидности компании.

Анализ ликвидности баланса проводится как в рамках экспресс-диагностики, так и в процессе детализированного анализа финансового состояния объекта исследования.

Каким образом могут быть использованы результаты анализа ликвидности?

Оценка ликвидности — необходимый этап при решении вопроса о степени покрытия текущих долгов за счет имеющихся в распоряжении компании текущих активов, о возможности дополнительного привлечения краткосрочных обязательств без критического ухудшения ликвидности. По сути дела, грамотно планируя поступления и использование ликвидных ресурсов таким образом, чтобы осуществлять выплаты в объеме и в сроки, предусмотренные контрактом, предприятие получает возможность управлять ликвидностью, поддерживать ее во времени.

Каковы вероятные последствия недостаточной или снижающейся ликвидности с точки зрения различных групп пользователей финансовой информации?

Во-первых, недостаточная ликвидность из-за задержки уплаты процентов и основной суммы долга скажется на кредиторах предприятия (растущие кредитные риски банкиров). Следовательно, кредиторов будет интересовать анализ и оценка ликвидности предприятия с целью принятия обоснованных решений относительно предоставления или продления кредитов. Очевидно, что предприятие с плохими показателями ликвидности столкнется с определенными трудностями в поисках потенциальных кредиторов.

Во-вторых, весьма вероятно потеря выгодных деловых связей и ключевых контрактов, особенно с поставщиками компании, которые могут одновременно являться и ее кредиторами, например, предоставляя товарный кредит. Поставщиков интересует ликвидность компании в связи с необходимостью принятия решений о целесообразности ве-

дения бизнеса и условий партнерства с данным предприятием. Предприятие с «плохой» ликвидностью не сможет воспользоваться преимуществами различных скидок и возникающими при своевременной оплате обязательств выгодными коммерческими предложениями.

В-третьих, для собственников предприятия недостаточная ликвидность может означать уменьшение доходности, утрату контроля и частичную или полную потерю вложений капитала, так как именно собственники претендуют на долю, остающуюся после удовлетворения претензий кредиторов. Таким образом, «неудовлетворительная» ликвидность является одним из факторов снижения инвестиционной привлекательности бизнеса и осложняет процесс привлечения новых инвестиций.

Кроме того, в случае, если в условиях «неликвидности» компании среди непогашенных обязательств есть невыплаченная заработная плата, непогашенные обязательства перед бюджетом и внебюджетными фондами, возможно возникновение классического конфликта между менеджерами, высшим руководством и собственниками (конфликт может возникнуть и между руководством и собственниками).

С точки зрения руководства компании неспособность погасить текущую задолженность кроме трудностей привлечения потенциальных инвесторов и кредиторов, возможных обострений с поставщиками и персоналом, а также других отрицательных последствий может привести к нежелательной продаже долгосрочных вложений и активов, а в самом худшем случае — к неплатежеспособности и банкротству.

Таким образом, ликвидность баланса предприятия является важнейшей характеристикой его финансового состояния и представляет интерес как для контрагентов, кредиторов, инвесторов, так и непосредственно для самой компании. Исходя из вышесказанного можно определить само понятие ликвидности компании.

Ликвидность баланса — это наличие у компании оборотных (текущих) активов в размере, достаточном для погашения текущих обязательств, т.е. баланс теоретически считается ликвидным, если выполняется простое соотношение:

$$TA > TO,$$

где TA — балансовая величина текущих активов (оборотные средства из актива бухгалтерского баланса);

TO — балансовая величина текущих обязательств (краткосрочные обязательства из пассива бухгалтерского баланса).

Пограничной является ситуация, когда текущие активы равны текущим обязательствам; такую ситуацию можно назвать «точкой ри-

ска». Действительно, формально в этом случае компания ликвидна, однако при одновременном предъявлении претензий всеми кредиторами она оказывается в весьма сложном положении. Для покрытия текущих обязательств теоретически придется реализовать все оборотные активы, но сделать это быстро практически невозможно, поскольку отдельные элементы текущих активов имеют разную степень ликвидности, что затрудняет одномоментную их трансформацию в денежные средства.

Безусловно, это самый простой и поверхностный подход к оценке ликвидности, но вполне допустимый на первых, начальных этапах анализа. Далее он должен быть дополнен расчетными показателями, подобранными с учетом влияния внешней среды, специфики конкретного этапа развития предприятия, условий его функционирования.

Наряду с понятием «ликвидность баланса» в анализе финансовой отчетности широко используются такие термины, как «ликвидность активов» и «степень ликвидности активов» (в том числе и текущих активов). Эти понятия не являются тождественными.

Способность активов трансформироваться в денежные средства называют ликвидностью активов.

Очевидно, что продолжительность времени, которая требуется на такую трансформацию, для разных видов активов будет неодинаковой, в связи с чем возникает понятие «степень ликвидности актива». Так, к абсолютно ликвидным активам относятся денежные средства и их эквиваленты, а оборотные (текущие) активы являются более ликвидными в сравнении с внеоборотными.

Степень ликвидности активов определяется продолжительностью времени, в течение которого они трансформируются в денежные средства с минимальной потерей стоимости. Чем короче период времени, необходимый на трансформацию актива в денежные средства, тем выше степень его ликвидности.

В бухгалтерском балансе активам предприятия «противостоят» источники их покрытия — пассивы (собственный и заемный капитал).

Финансовые аналитики выделяют еще один критерий оценки финансового состояния предприятия на краткосрочную перспективу — его текущую платежеспособность.

Текущая платежеспособность — это возможность погашения краткосрочных обязательств за счет имеющихся у предприятия денежных средств и их эквивалентов.

В действительности может сложиться ситуация, когда показатели ликвидности вполне удовлетворительны, но имеет место явный недостаток денежных средств для покрытия «коротких долгов», т.е. пред-

приятие на данный момент времени является ликвидным, но неплатежеспособным. Финансовое положение может осложниться также в связи с наличием в составе текущих активов значительного удельного веса неликвидов и просроченной дебиторской задолженности. В связи с этим становится понятной определенная зависимость финансового положения предприятия от деятельности финансового менеджера и аналитика, управляющих движением денежных потоков, вкладывающих средства в быстрореализуемые активы, оставляя на счетах минимально необходимую сумму средств, т.е. оптимизируя конечные остатки на денежных счетах.

Оценка ликвидности баланса заключается в сопоставлении определенных элементов активов с элементами пассивов и определении критерия абсолютной ликвидности баланса. С этой целью активы предприятия группируют по степени их ликвидности (реализуемости), а обязательства — по степени срочности их погашения. Затем наиболее срочные обязательства сопоставляют с величиной активов, обладающих максимальной ликвидностью, и так далее по степени убывания срочности и ликвидности. Иначе говоря, строится определенная аналитическая таблица, фактически выделяющая структуру активов и пассивов по степени их ликвидности и срочности и позволяющая провести их сопоставление. Кроме данного структурного (вертикального) анализа на базе этой таблицы проводится временной (горизонтальный) анализ активов и пассивов предприятия, т.е. сравниваются соответствующие значения активов и пассивов на разные отчетные даты.

По степени ликвидности статьи активов условно можно разделить на четыре группы: первая и вторая группы включают в себя оборотные активы, третья и четвертая — внеоборотные. Такая группировка является условной, поскольку отнесение тех или иных статей оборотных средств к той или иной группе определяется конкретными способами хозяйствования, сферой деятельности предприятия, соотношением текущих и долгосрочных активов. Например, аналитики, работающие на разных предприятиях, статью «незавершенное производство» в зависимости от длительности производственного цикла могут включать в различные группы.

Группировка активов:

A_1 — **наиболее ликвидные активы**, находящиеся в немедленной готовности к реализации (денежные средства и их эквиваленты, например высоколиквидные ценные бумаги);

A_2 — **быстро реализуемые активы**, т.е. ликвидные средства, находящиеся в распоряжении предприятия (качественная дебиторская за-

долженность с низким уровнем сомнительных долгов, часть товарно-материальных запасов);

A₃ — медленно реализуемые активы (дебиторская задолженность с длительным сроком погашения, сомнительная дебиторская задолженность, незавершенное производство);

A₄ — труднореализуемые активы (основные средства, нематериальные активы).

У предприятия запасы и затраты не превышают величину минимальных источников их формирования (собственных оборотных средств, долгосрочных кредитов и займов, краткосрочных кредитов и займов).

Группировка пассивов:

П₁ — наиболее срочные обязательства (наиболее срочная кредиторская задолженность);

П₂ — краткосрочные пассивы (краткосрочные кредиты и займы);

П₃ — долгосрочные пассивы (долгосрочные кредиты и займы);

П₄ — «устойчивые» пассивы (собственный капитал).

После подобной классификации активов и пассивов проводится сопоставление соответствующих групп. От того, насколько обеспечено соответствие между данными группами активов и пассивов, во многом зависит ликвидность компании.

Подобная группировка может быть использована как аналитиками, так и профессиональными бухгалтерами, финансовыми менеджерами. Финансовые аналитики, используя приведенную выше классификацию активов и пассивов, выводят условие абсолютной ликвидности баланса.

Баланс предприятия считается абсолютно ликвидным, если одновременно выполняются следующие соотношения:

$$A_1 > П_1,$$

$$A_2 > П_2,$$

$$A_3 > П_3,$$

$$A_4 < П_4.$$

Указанные соотношения в финансовом менеджменте называют основными балансовыми пропорциями.

Рассмотрение балансовых пропорций с учетом их динамики позволяет выявить, покрываются ли обязательства активами, срок превра-

щения которых в денежные средства соответствует сроку погашения обязательств. Наиболее срочные обязательства должны покрываться величиной активов, обладающих максимальной ликвидностью. Однако на практике часть срочных обязательств может остаться непогашенной, в таком случае она должна уравниваться менее ликвидными активами.

Когда одно или несколько неравенств оптимального варианта не выдерживаются, считается, что ликвидность баланса в большей или меньшей степени отличается от абсолютной. Степень такого несоответствия определяется характером деятельности предприятия, скоростью оборота собственных средств, суммой и срочностью обязательств, на покрытие которых предназначены статьи актива, качеством текущих активов. Бухгалтеры и аудиторы формируют так называемый баланс ликвидности, выявляя платежный излишек (недостаток) по каждой классификационной группе.

Описанный процесс оценки ликвидности баланса можно представить в виде аналитической табл. 11.1.

Таблица 11.1

Баланс ликвидности

АКТИВ	На начало периода	На конец периода	ПАССИВ	На начало периода	На конец периода	Отклонение	
						на начало периода	на конец периода
1	2	3	4	5	6	7	8
Наиболее ликвидные активы (A_1)	$A_{1н}$	$A_{1к}$	Наиболее срочные обязательства (P_1)	$P_{1н}$	$P_{1к}$	$A_{1н} - P_{1н}$	$A_{1к} - P_{1к}$
Быстро реализуемые активы (A_2)			Краткосрочные пассивы (P_2)				
Медленно реализуемые активы (A_3)			Долгосрочные пассивы (P_3)				
Труднореализуемые активы (A_4)			Постоянные пассивы (P_4)				

Сопоставление итогов первой группы по активу и пассиву (A_1 и Π_1) отражает соотношение текущих платежей и поступлений и позволяет выяснить текущую ликвидность, свидетельствующую о способности предприятия своевременно погашать свои обязательства на ближайший к рассматриваемому период времени.

Сопоставление итогов первой и второй группы по активу и пассиву показывает тенденцию увеличения или уменьшения текущей ликвидности в недалеком будущем:

$$(A_1 + A_2) - (\Pi_1 + \Pi_2) > 0 \rightarrow \text{текущая ликвидность.}$$

Сопоставление итогов по активу и пассиву для третьей и четвертой групп отражает соотношение платежей и поступлений в относительно отдаленном будущем:

$$(A_3 - \Pi_3) > 0 \rightarrow \text{перспективная ликвидность.}$$

В процессе текущей аналитической работы с помощью основных балансовых пропорций проводится сравнение балансов предприятия за разные отчетные периоды, а также балансов различных компаний с целью своевременной формулировки рекомендаций по улучшению ликвидности предприятия (при этом учитываются все сопутствующие характеристики).

Рассмотрим отдельные корректировки, касающиеся уточнения величины текущих активов компании.

Расчет скорректированной величины текущих активов производится по формуле:

Текущие активы (Раздел II бухгалтерского баланса) – Долгосрочная дебиторская задолженность – Сумма сомнительных долгов (в составе краткосрочной дебиторской задолженности) – Задолженность по взносам в уставный капитал – Расходы будущих периодов – Неликвидные запасы (в составе общей величины запасов) – Налог на добавленную стоимость (НДС) = Скорректированные текущие активы.

Корректировке подлежат и текущие обязательства компании: из их состава рекомендуется исключить доходы будущих периодов, резервы предстоящих расходов и платежей (по сути они являются собственными средствами компании). С другой стороны, в соответствии с рекомендациями МСФО в состав краткосрочных обязательств необходимо включить текущую часть долгосрочных обязательств, частичное погашение которых должно произойти в ближайшие 12 месяцев.

Расчет скорректированной величины текущих обязательств:

Текущие обязательства (Раздел V бухгалтерского баланса) – Доходы будущих периодов – Резервы предстоящих расходов + Текущая часть долгосрочных обязательств = Скорректированные текущие обязательства.

В дальнейшем все коэффициенты, характеризующие ликвидность и платежеспособность компании, должны рассчитываться на базе скорректированных значений текущих активов и текущих обязательств. Подчеркнем, что проведенные корректировки повлекут за собой изменения в величине собственного и заемного капитала.

Следующим после корректировок этапом анализа ликвидности баланса является оценка изменений динамического ряда совокупности финансовых коэффициентов, представляющих собой относительные показатели финансового положения компании, характеризующие способность предприятия удовлетворять претензии кредиторов в краткосрочном периоде.

Анализ ликвидности проводится на базе расчета ряда соотношений и дальнейшей интерпретации их динамики. Однако практика использования коэффициентов при применении различных методик анализа ликвидности показала, что во многих случаях они используются в виде неупорядоченной и бессистемной совокупности. Это приводит к тому, что аналитическое заключение становится громоздким, включающим в себя дублирующие друг друга показатели; кроме того, возникает опасность «потери» наиболее значимых существенных коэффициентов.

Для точной и полной характеристики ликвидности компании и тенденций ее изменения в действительности достаточно применить сравнительно небольшое количество коэффициентов (5–8). Важно лишь, чтобы каждый из этих показателей отражал наиболее существенные стороны состояния исследуемого объекта.

Для оценки ликвидности баланса, как правило, используются четыре важнейших относительных показателя ликвидности, различающихся набором активов, рассматриваемых в качестве покрытия краткосрочных обязательств (табл. 11.2).

Рассмотрим некоторые представленные в таблице коэффициенты подробнее.

Коэффициент текущей ликвидности (current ratio, $K_{ТЛ}$). Коэффициент текущей ликвидности (или коэффициент покрытия) представляет собой наиболее широко используемый в мировой практике показатель для оценки инвестиционной привлекательности предприятия. Он сравнительно легок в расчетах, определяется как частное от деления

оборотных средств на краткосрочные обязательства и показывает, достаточно ли у предприятия средств, которые могут быть использованы для погашения краткосрочных обязательств. Чем больше величина текущих активов по отношению к текущим пассивам, тем больше уверенность, что существующие обязательства будут погашены за счет имеющихся активов, тем выше защита кредитора от потерь в случае невыполнения условий кредитного договора.

Таблица 11.2

Характеристика показателей ликвидности компании

№ п/п	Показатель	Назначение	Расчетная формула
1	Чистый оборотный (рабочий) капитал	Характеризует возможность покрытия текущих обязательств за счет текущих активов	Текущие активы — Текущие обязательства
2	Коэффициент текущей ликвидности	Позволяет установить, в какой степени текущие активы покрывают текущие обязательства. Отражает предельно возможный уровень задолженности на каждый данный период времени	Текущие активы : Текущие обязательства
3	Коэффициент быстрой ликвидности	Показывает, какая часть текущих обязательств может быть погашена не только за счет имеющихся денежных средств, но и за счет ожидаемых финансовых поступлений	(Денежные средства + Дебиторская задолженность + Краткосрочные финансовые вложения) / Текущие обязательства
4	Коэффициент абсолютной ликвидности	Показывает, какая часть текущей задолженности может быть погашена на дату составления баланса или другую дату. При соблюдении этого значения предприятие имеет высокую кредитоспособность	(Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения) / Текущие обязательства

Следует помнить, что при расчете коэффициента текущей ликвидности требуется детальная расшифровка состава текущих активов и обязательств. В случае наличия большого удельного веса неликвидных запасов, просроченной дебиторской задолженности, «замороженных» на счетах денежных средств и т.д. балансовые значения оборотных

активов не соответствуют действительности. Иными словами, прежде чем использовать коэффициент покрытия, необходимо оценить качество текущих активов и характер текущих обязательств, а также время их обращения (скорость оборота), поскольку сам по себе рассматриваемый показатель статичен и не раскрывает информацию о будущих поступлениях денежных средств.

Обосновать допустимое значение данного показателя довольно сложно. В его числителе собраны крайне неоднородные элементы с точки зрения реализуемости и оценки, что затрудняет определение его нормативного значения. Обычно нормативом коэффициента покрытия считают значение 2. На самом деле полученная цифра базируется на эмпирическом правиле, согласно которому продажная цена при аукционе или быстрой распродаже составляет примерно половину рыночной стоимости. Например, когда в 1979 г. компания United Merchants and Manufacturers обанкротилась, ее запасы, числящиеся в балансе, были проданы по 47 центов за 1 дол. себестоимости, т.е. вырученная сумма составила 0,47 (запасы).

В настоящее время данное эмпирическое правило может оказаться либо избыточным, либо недостаточным. В этой связи имеет смысл выделить наиболее ликвидную составляющую текущих активов и установить более объективный норматив.

Например, с целью оценки ликвидности кредиторами можно сформировать такую категорию активов, которая будет названа «мобильные оборотные активы», т.е. активы, обладающие высокой степенью реализуемости и при этом непосредственно не связанные с процессом производства. К ним относятся: денежные средства, краткосрочные финансовые вложения, краткосрочная дебиторская задолженность, готовая продукция, отгруженные товары.

Первые три элемента мобильных оборотных активов — финансовые активы в чистом виде, вторые два — это нефинансовые активы, которые могут и будут обращены в денежные средства. Все эти активы очень близки по своим свойствам и способны образовать числитель показателя ликвидности. Учитывая высокую степень ликвидности указанных активов и достаточно точную оценку входящих в числитель нефинансовых активов, за норматив коэффициента можно принять единицу.

Изложенный подход есть иллюстрация творческого отношения к процессу подготовки и обработки информации.

Следует помнить, что величина $K_{ТЛ}$ будет изменяться в компаниях, функционирующих в разных отраслях, в зависимости от длительности производственного цикла, структуры запасов и т.д. В связи с этим воз-

никает проблема корректной, обоснованной интерпретации динамики самого общего показателя ликвидности.

В соответствии с международной (и российской) практикой значения коэффициента ликвидности должны находиться в пределах от 1,5 до 2. Нижняя граница обусловлена тем, что оборотных средств должно быть по меньшей мере достаточно для погашения краткосрочных обязательств, иначе компания окажется под угрозой банкротства, т.е. финансовый риск достаточно высок.

Сам факт превышения текущих активов над краткосрочными обязательствами существеннее рекомендованного значения ($K_{ТЛ} > 2$) означает, что предприятие располагает значительным резервным запасом для компенсации убытков в случае ликвидации большей части оборотных средств. Подобный вариант формирования текущих активов из собственных источников наиболее предпочтителен с позиции кредиторов и потенциальных инвесторов. В то же время многократное превышение текущих активов над текущими обязательствами (например, $K_{ТЛ} = 4,7$) может быть связано с неумелым управлением активами, их нерациональной структурой (значительным накоплением запасов, денежных средств, отвлечением средств в дебиторскую задолженность и пр.).

Информация для расчета коэффициента текущей ликвидности легко доступна, и он широко используется в международной практике для оценки инвестиционной привлекательности, кредитоспособности компании.

Однако существует целый ряд следующих проблем, связанных с его использованием в процессе анализа ликвидности и платежеспособности:

- статичность показателя;
- зависимость величины кредита от длительности производственного цикла, сферы деятельности предприятия;
- возможность завышения показателя за счет неликвидных текущих активов;
- неполный учет обязательств предприятия;
- невозможность учета степени ликвидности отдельных элементов текущих активов.

В связи со сказанным выводы по результатам анализа с использованием $K_{ТЛ}$ будут считаться предварительными. Они должны быть уточнены в ходе дальнейшей аналитической работы: необходимо оценить качество текущих активов и характер текущих обязательств, скорректировать их балансовые значения, рассчитать длительность их оборота, т.е. время, необходимое для трансформации дебиторской за-

долженности, запасов в денежные средства, и время, которое может занять погашение текущих обязательств.

Таким образом, коэффициент текущей ликвидности имеет как определенные достоинства, так и недостатки и в целом, по мнению финансовых менеджеров, определяет «границу безопасности» для покрытия возможного снижения стоимости текущих активов. Используя такие показатели, как рабочий капитал, коэффициент текущей ликвидности, можно давать первоначальную оценку изменению ликвидности предприятия во времени или сравнивать ликвидность разных предприятий, функционирующих в одной отрасли.

Предположим, имеются данные о текущих активах и обязательствах компании «ЗЭТ» за два отчетных года (табл. 11.3). Необходимо определить, как изменились показатели ликвидности компании к концу 2008 г.

Таблица 11.3

Показатели компании «ЗЭТ», тыс. у.е.

№ п/п	Показатель	2007 г.	2008 г.
1	Запасы	150	220
2	Дебиторская задолженность	100	280
3	Денежные средства	50	100
4	Краткосрочные обязательства	100	400
5	Рабочий капитал	200	200
6	Коэффициент текущей ликвидности	3,0	1,5

Проведем расчеты для 2007 г.:

Рабочий капитал = $(150 + 100 + 50) - 100 = 300 - 100 = 200$ у.е.,

$$K_{\text{тл}} = \frac{150 + 100 + 50}{100} = 3,0.$$

Проведем расчеты для 2008 г.:

Рабочий капитал = $(220 + 280 + 100) - 400 = 600 - 400 = 200$ у.е.,

$$K_{\text{тл}} = \frac{220 + 280 + 100}{400} = 1,5.$$

Данные таблицы свидетельствуют о том, что сумма текущих активов компании «ЗЭТ» увеличилась в 2 раза (с 300 до 600 у.е.) при четырехкратном увеличении размера краткосрочных обязательств.

Очевидно, имел место деловой подъем, возможно, без дополнительного привлечения долгосрочных вложений, что привело к снижению

$K_{ТЛ}$ при неизменном значении рабочего капитала. Такая ситуация, обусловленная ростом деловой активности компании на определенном этапе жизненного цикла, вполне обоснованна, т.е. не следует всегда искать прямую зависимость между изменением ликвидности и результатами деятельности предприятия. В то же время необходимо следить за показателем ликвидности, с тем чтобы его ухудшение не превратилось в устойчивую тенденцию.

Более срочной и строгой мерой оценки ликвидности предприятия является расчет коэффициентов быстрой (немедленной) и абсолютной ликвидности.

Коэффициент быстрой (немедленной) ликвидности (acid test ratio, quick ratio) ($K_{БЛ}$). Данный коэффициент определяется как отношение денежных средств, высоколиквидных ценных бумаг и дебиторской задолженности к краткосрочным обязательствам (исходя из предположения, что материальные запасы не могут быть реализованы и обращены в наличность). Коэффициент быстрой ликвидности показывает, какая часть краткосрочных обязательств может быть погашена не только за счет имеющихся у предприятия денежных средств, но и за счет ожидаемых поступлений за отгруженную продукцию, выполненные работы или оказанные услуги. Рекомендуемое значение данного показателя: 0,8—1.

Оценка ликвидности с использованием $K_{БЛ}$, иногда называемого тестом на ликвидность, обязательно должна уточняться с помощью расшифровки структуры дебиторской, кредиторской задолженности и товарно-материальных запасов.

Для компании «ЗЭТ» коэффициент быстрой ликвидности, носящий в западной практике название коэффициента «лакмусовой бумаги», может быть рассчитан следующим образом:

$$2007 \text{ г.} - K_{БЛ} = \frac{100 + 50}{100} = 1,5,$$

$$2008 \text{ г.} - K_{БЛ} = \frac{100 + 280}{400} = 0,95.$$

Значение $K_{БЛ} < 0,8$ означает, что денежных и других ликвидных активов может быть недостаточно для погашения с их помощью текущих обязательств.

Коэффициент абсолютной ликвидности (quick assets ratio) ($K_{АБС.Л}$). Этот коэффициент показывает, какая доля краткосрочных долговых обязательств может быть покрыта за счет денежных средств и их эквивалентов (краткосрочных рыночных ценных бумаг и депози-

тов), т.е. практически абсолютно ликвидных и приравненных к ним активов.

Коэффициент абсолютной ликвидности рассчитывается по формуле:

$$K_{\text{АБС.Л}} = \frac{\text{Денежные средства и эквиваленты (ДС)}}{\text{Текущие обязательства}}$$

Рекомендуемые значения $K_{\text{АБС.Л}}$: 0,2—0,5.

По своему экономическому содержанию этот показатель может рассматриваться как характеристика платежеспособности предприятия, т.е. возможности своевременно расплатиться по текущим обязательствам за счет денежных средств и их эквивалентов.

Коэффициент абсолютной ликвидности указывает на то, что определенная часть задолженности (в зависимости от значения коэффициента) может быть погашена на дату составления баланса или другую конкретную дату, т.е. при наступлении срока платежа по обязательствам компания имеет достаточно ликвидных средств.

Высокое значение $K_{\text{АБС.Л}}$ позволяет допустить, что в любой момент предприятие сможет расплатиться по обязательствам. Считается, что при соблюдении оптимального значения предприятие имеет высокую кредитоспособность.

Для компании «ЗЭТ» значения коэффициента абсолютной ликвидности составят:

$$\text{в 2007 г.} - K_{\text{АБС.Л}} = \frac{50}{100} = 0,5,$$

$$\text{в 2008 г.} - K_{\text{АБС.Л}} = \frac{100}{400} = 0,25.$$

Следующим этапом оценки ликвидности предприятия является анализ качества текущих активов: состава запасов товарно-материальных ценностей, надежности покупателей, а также срочности его обязательств. Окончательные выводы относительно финансовой устойчивости и ликвидности предприятия могут быть сделаны по результатам внутреннего анализа текущих активов и краткосрочных обязательств, а также углубленного, детализированного анализа движения денежных потоков, оборачиваемости всех основных элементов текущих активов и пассивов.

Воспользуемся данными баланса условного предприятия X (табл. 11.4) и определим основные соотношения, характеризующие его ликвидность в 2007 и 2008 гг. (табл. 11.5).

Таблица 11.4

Аналитическая группировка и анализ статей актива баланса

Актив баланса, (2007 г.)	На начало периода		На конец периода		Абсолютное отклонение, тыс. руб.	Темпы роста, %
	тыс. руб.	% к итогу	тыс. руб.	% к итогу		
1. Внеоборотные активы, всего	163 927	42,05	179 344	31,8	15 417	109,4
1.1. Нематериальные активы	4	—	9	—	5	225
1.2. Основные средства и незавершенные капитальные вложения	163 759	42,0	179 051	31,75	15 292	109,34
1.3. Долгосрочные финансовые вложения	164	0,05	284	0,05	120	173,17
2. Оборотные (текущие) активы, всего	225 952	57,95	384 584	68,2	158 632	170,21
2.1. Запасы и затраты	30 982	7,95	47 336	8,4	16 354	152,79
2.2. Дебиторская задолженность	194 969	50,0	335 785	59,54	140 816	172,22
2.3. Краткосрочные финансовые вложения	—	—	400	0,07	400	100
2.4. Денежные средства	1	—	1 063	0,19	1 062	1 063
БАЛАНС	389 879	100	563 928	100	174 049	144,64
Пассив баланса (2007 г.)	На начало периода		На конец периода		Абсолютное отклонение, тыс. руб.	Темпы роста, %
1. Собственный капитал	тыс. руб.	% к итогу	тыс. руб.	% к итогу		
	155 865	39,98	162 342	28,79	6 477	104,16
2. Заемный капитал	234 014	60,02	401 586	71,21	167 572	171,61
2.1. Долгосрочные обязательства	48 116	12,34	45 622	8,09	-2 494	94,82
2.2. Кредиторская задолженность	185 898	47,68	355 964	63,12	170 066	191,48
БАЛАНС	389 879	100	563 928	100	174 049	144,64

Окончание

Актив баланса (2008 г.)	На начало периода		На конец периода		Абсолютное отклонение, тыс. руб.	Темпы роста, %
	тыс. руб.	% к итогу	тыс. руб.	% к итогу		
1. Внеоборотные активы, всего	179 344	31,8	189 870	38,37	10 526	105,87
1.1. Нематериальные активы	9	—	63	0,01	54	700
1.2. Основные средства и незавершенные капитальные вложения	179 051	31,75	189 363	38,27	10 312	105,76
1.3. Долгосрочные финансовые вложения	284	0,05	444	0,09	160	156,34
2. Оборотные (текущие) активы, всего	384 584	68,2	304 982	61,63	-79 602	79,3
2.1. Запасы и затраты	47336	8,4	53 028	10,72	5 692	112,02
2.2. Дебиторская задолженность	335 785	59,54	242 976	49,1	-92 809	72,36
2.3. Краткосрочные финансовые вложения	400	0,07	—	—	-400	—
2.4. Денежные средства	1 063	0,19	6 586	1,33	5 523	619,57
2.5. Прочие текущие активы	—	—	2 392	0,48	2 392	100
БАЛАНС	563 928	100	494 852	100	-69 076	87,75
Пассив баланса (2008 г.)	На начало периода		На конец периода		Абсолютное отклонение, тыс. руб.	Темпы роста, %
	тыс. руб.	% к итогу	тыс. руб.	% к итогу		
1. Собственный капитал	162 342	28,79	215 27	43,5	52 935	132,61
2. Заемный капитал	401 586	71,21	279 575	56,5	-122 011	69,62
2.1. Долгосрочные обязательства	45 622	8,09	—	—	-45 622	—
2.2. Кредиторская задолженность	355 964	63,12	279 451	56,47	-76 513	78,51
2.3. Прочие краткосрочные обязательства	—	—	124	0,03	124	124
БАЛАНС	563 928	100	494 852	100	-69 076	87,75

Таблица 11.5

Расчет показателей ликвидности

№ п/п	Показатели	Формула расчета	Конец 2007 г.	Конец 2008 г.
1	Чистый оборотный капитал (ЧОК), тыс. руб.	$\text{ЧОК} = \text{ТА} - \text{ТО}$	384 584 – – 355 964 = 28 620	304 982 – – 279 451 = 25 531
2	Доля ЧОК в активах (А)	$У = \text{ЧОК} : А$	28 620 : 563 928 = = 0,05	25 531 : 494 852 = = 0,05
3	Коэффициент текущей ликвидности ($K_{\text{ТЛ}}$), $H = 1,5 - 2,0$	$K_{\text{ТЛ}} = \text{ТА} : \text{ТО}^*$	384 584 : 355 964 = = 1,08	304 982 : 279 451 = = 1,09
4	Коэффициент быстрой ликвидности ($K_{\text{БЛ}}$), $H = 0,8 - 1$	$K_{\text{БЛ}} = (\text{ДС} + \text{ДЗ} + \text{КФВ}) : \text{ТО}^{**}$	(1 063 + 330 006 + + 400) : 355 964 = = 0,93	(65 86 + 241 682) / 279 451 = 0,89
5	Коэффициент абсолютной ликвидности ($K_{\text{АБС.Л}}$), $H = 0,2 - 0,3$	$K_{\text{АБС.Л}} = (\text{ДС} + \text{КФВ}) : \text{ТО}$	(1 063 + 400) / 355 964 = 0,004	6 586 : 279 451 = = 0,02

* ТА — текущие активы, ТО — текущие обязательства.

** ДС — денежные средства; ДЗ — дебиторская задолженность; КФВ — краткосрочные финансовые вложения.

Анализ полученных в табл. 11.5 значений финансовых коэффициентов позволяет сделать вывод о неудовлетворительной структуре баланса компании X — значения большей части финансовых показателей далеки от нормативных.

Предприятие имеет очень незначительный рабочий капитал, доля которого в активах составляет 5% (при норме 20—30%). Коэффициент покрытия ниже нормативного значения, компания не в состоянии полностью и в срок погасить свои обязательства.

Укладывается в нормативное значение коэффициент быстрой ликвидности 0,93 в 2007 г. и 0,89 в 2008 г. Однако этот коэффициент недо-

статочен показателем, так как в числителе стоит значение дебиторской задолженности. Вопрос включения в состав ликвидных средств дебиторской задолженности требует более подробного рассмотрения, так как даже дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты, не всегда в полном объеме может быть преобразована в денежную форму. В данной ситуации невозможно корректно оценить надежность нераскрытых сумм дебиторской задолженности. В этом случае необходимо получить в бухгалтерии компании информацию о доле сомнительных (не погашенных в срок) долгов, их динамике, ранжировании по срокам неплатежа. Растущая доля сомнительных долгов с большими сроками просрочки платежа снижает вероятность поступления денежных средств в компанию к концу отчетного периода и увеличивает риск утраты платежеспособности.

Значение коэффициента абсолютной ликвидности также далеко от нормы. Это говорит о том, что предприятие не может погасить свои обязательства в срочном порядке.

Тот факт, что наиболее ликвидные средства в течение 2007 г. составляли менее 1% от обязательств предприятия, а в 2008 г. это значение увеличилось всего лишь до 2%, свидетельствует о серьезном дефиците денежных средств. В таких условиях текущая платежеспособность компании полностью зависит от надежности дебиторов.

В дополнение к рассмотренным финансовым коэффициентам определен показатель, характеризующий степень обеспеченности собственными источниками финансирования бизнеса ($K_{СИ}$):

$$K_{СИ} = (ТА - ТО) : ТА = РК : ТО,$$

$$K_{СИ} = (384\ 584 - 355\ 964) : 384\ 584 = 0,074 \text{ (2007 г.)},$$

$$K_{СИ} = (304\ 982 - 279\ 451) : 304\ 982 = 0,084 \text{ (2008 г.)}.$$

К концу 2007 г. за счет собственных источников было сформировано 7,4% оборотных средств предприятия, в конце 2008 г. степень участия источников собственных средств в формировании текущих активов повысилась только до 8,4%. По оценкам специалистов значение $K_{СИ}$ должно находиться в диапазоне от 0,3 до 0,5.

Все вышесказанное позволяет еще раз подтвердить, что степень ликвидности предприятия крайне низка и соответственно риск утраты ликвидности может быть оценен как повышенный.

В странах с развитыми рыночными отношениями отсутствие информации о нормальной ликвидности предприятия (возможности

погашения текущих обязательств) рассматривается в качестве одной из основных причин банкротства.

В сложившейся ситуации руководству предприятия и главному бухгалтеру надлежит принять срочные меры по стабилизации финансового положения предприятия. Такими мерами должны стать:

- инвентаризация состояния имущества с целью выявления активов «низкого качества» (дебиторской задолженности, нереальной к взысканию, изношенного оборудования, залежалых запасов материалов);
- совершенствование организации расчетов с покупателями с целью снижения размеров краткосрочных обязательств;
- определение оптимальных размеров запасов, остатков денежных средств на счетах, лимитов дебиторской задолженности (результат грамотного нормирования оборотных активов компании).

11.4. Анализ и оценка финансовой устойчивости компании

В отличие от анализа ликвидности, проводимого в краткосрочном периоде, целью анализа финансовой устойчивости компании является оценка ее способности противостоять негативному воздействию внешней среды в обозримом будущем без существенного риска утраты платежеспособности, а также возможности финансировать свою деятельность как за счет собственного, так и за счет заемного капитала. Таким образом, финансовое состояние компании с точки зрения долгосрочной перспективы характеризуется стабильностью ее деятельности, степенью зависимости от кредитов и инвесторов, возможностью поддерживать ликвидность и платежеспособность. Важнейшей характеристикой изменения степени зависимости от заемного капитала является оптимальная структура источников средств финансирования бизнеса (способы выбора соотношения заемного и собственного капитала будут рассмотрены ниже).

Понятие «финансовая устойчивость» содержательно достаточно широкое, поскольку включает в себя оценку разных сторон деятельности компании. Финансовая устойчивость — это стабильность деятельности компании, один из факторов ее застрахованности от возможного банкротства. Финансовое состояние компании может быть устойчивым, неустойчивым, предкризисным и кризисным. Об устойчивом финансовом состоянии свидетельствует способность компании своевременно производить платежи, финансировать свою деятель-

ность на расширенной основе, переносить непредвиденные потрясения без существенной утраты ликвидности.

Таким образом, **финансовая устойчивость** может быть определена как возможность обеспечения роста деловой активности компании при сохранении платежеспособности в условиях допустимого уровня финансового риска.

Если приоритетной задачей, связанной с обеспечением роста экономического потенциала предприятия, является достижение финансовой устойчивости, то менеджеры всех уровней должны предложить систему решений, направленных на нормализацию финансового состояния компании, увеличение собственности (имущественного потенциала) и, в конечном счете, стоимости бизнеса.

В процессе анализа могут быть выделены некоторые условия достижения финансовой устойчивости компании: хорошее качество активов, достаточность собственного капитала, высокий уровень рентабельности с учетом операционного и финансового рисков, достаточность ликвидности, стабильность доходов, широкие возможности привлечения заемных средств. Следовательно, для обеспечения финансовой устойчивости предприятие должно обладать гибкой структурой капитала, уметь организовать его движение таким образом, чтобы обеспечить постоянное превышение доходов над расходами с целью сохранения платежеспособности и создания условий для расширенного воспроизводства.

Обобщая сказанное, можно отметить, что в целом финансовое состояние компании, его устойчивость и стабильность функционирования зависят от результатов операционной, инвестиционной и финансовой деятельности компании.

По результатам оценки финансовой устойчивости можно сделать определенные выводы:

- о степени зависимости предприятия от обязательств («чужих денег»);
- интенсивности использования заемных средств, возможности увеличения доли заемного капитала;
- эффективности использования заемных средств.

Какими факторами определяется финансовая устойчивость компании? Это в первую очередь степень обеспечения запасов и затрат собственными и заемными источниками их формирования, соотношение размеров собственного и заемного капитала. Именно с проблемой оптимизации структуры капитала, возможностью компании выполнять обязательства по претензиям связаны ее финансовые риски.

Основным источником информации для проведения практического анализа является бухгалтерский баланс. С целью более полного исследования привлекаются данные, содержащиеся в Приложении к бухгалтерскому балансу, а также максимально полная информация о конкурентной среде, инвестиционных рисках и пр.

Анализ финансовой устойчивости предприятия может проводиться как с помощью абсолютных, так и с помощью относительных показателей. В группе показателей финансовой устойчивости объединены такие индикаторы, которые помогают компании определять будущую финансовую политику, а кредиторам — принимать решения о предоставлении ей дополнительных займов.

Целью анализа собственного капитала компании является выявление основных источников его формирования, оценка существующих ограничений на использование текущей и нераспределенной прибыли, оценка приоритетности прав на получение дивидендов. Важно понять, за счет каких источников формируется собственный капитал компании: за счет роста уставного капитала либо в результате увеличения накопленной нераспределенной прибыли, что может являться результатом роста эффективности деятельности предприятия, использования внутренних резервов развития.

Неслучайно в зарубежной аналитической практике широко используется показатель, названный коэффициентом устойчивости экономического роста (K_p). Данный показатель рассчитывается как соотношение чистой прибыли за минусом дивидендов и собственного капитала. Как правило, для расчета усредняются данные за ряд смежных периодов:

$$K_p = (\text{ЧП} - \text{Д}) : \text{СК} = \text{НП} : \text{СК},$$

где ЧП — чистая прибыль;
Д — выплаченные дивиденды;
СК — собственный капитал;
НП — нераспределенная прибыль.

Действительно, компания имеет возможность наращивать размеры собственных средств двумя основными способами: за счет дополнительного выпуска акций, оказывая влияние на величину уставного капитала или акцентируя внимание на получении дополнительной нераспределенной прибыли как результата роста эффективности производства.

Коэффициент устойчивости экономического роста показывает, какими темпами в среднем увеличивается собственный капитал за счет реинвестирования заработанной прибыли, а не за счет привлечения

дополнительного акционерного капитала. Если показатель растет, то имеет место экономический рост, увеличение собственного капитала, финансовой устойчивости, компания становится более надежным партнером. Факторный анализ свидетельствует о том, что на данный показатель оказывают влияние рентабельность продаж, оборачиваемость заемного капитала, а также соотношение нераспределенной прибыли и чистой прибыли, заемного и собственного капитала (т.е. результаты финансовой деятельности).

Рассматривая собственный капитал как разность между активами и обязательствами, как остаточную величину в балансовой оценке или как чистые активы, следует помнить, что балансовая стоимость активов и пассивов может не совпадать с их рыночной стоимостью. Поэтому, как справедливо подчеркивает О. Ефимова, величина собственного капитала (чистых активов) должна рассматриваться в широком смысле этого слова как запас прочности в случае неэффективной деятельности компании в будущем и определенная гарантия защиты интересов кредиторов [21, с. 262].

С точки зрения анализа финансовой устойчивости компании показатель стоимости чистых активов является ключевым. На его основе определяют стоимость акций акционерных обществ, долю участников обществ с ограниченной ответственностью, ведут оценку структуры капитала. Под чистыми активами понимается разница между суммой активов, принимаемых к расчету, и суммой обязательств. Поскольку активы и обязательства определенным образом корректируются, величина чистых активов может не совпадать с балансовым значением собственного капитала (итогом раздела «Капитал и резервы» бухгалтерского баланса).

Считается, что доля устойчивых пассивов в валюте баланса не должна опускаться ниже 60% и хорошо, если она достигает 70—80%. Следует обратить внимание на тот факт, что ряд кредиторов устанавливает ограничения на удельный вес долгосрочных обязательств в общей величине устойчивых пассивов и отражает это в кредитных соглашениях.

В процессе анализа заемных средств необходимо также оценить условия погашения обязательств, динамику доли просроченных долгов, возможности погашения компанией процентных платежей и других расходов по обслуживанию долга, а также условий, ограничивающих привлечение заемных средств.

К основным показателям, характеризующим структуру капитала компании, относятся: коэффициент концентрации собственного капитала (финансовой независимости), коэффициент финансовой устойчивости, коэффициент капитализации и др. В целом показатели

структуры капитала отражают соотношение собственных и заемных средств в источниках финансирования компании, т.е. характеризуют степень ее финансовой независимости.

Коэффициент концентрации собственного капитала (equity to total assets). Данный показатель носит еще название коэффициента финансовой независимости (*equity ratio, ER*) и характеризует долю владельцев фирмы в общей сумме источников, а также зависимость фирмы от внешних займов. Чем ниже значение коэффициента, тем больше займов у компании, тем выше риск неплатежеспособности. Низкое значение коэффициента отражает также потенциальную опасность возникновения у предприятия дефицита денежных средств. Интерпретация этого показателя зависит от многих факторов: среднего уровня данного коэффициента в других отраслях, доступности для компании дополнительных долговых источников финансирования, особенностей текущей операционной деятельности. Указанный коэффициент рассчитывается как отношение собственного капитала к общей сумме активов.

Для компаний, имеющих в силу специфики бизнеса постоянно высокую долю заемных средств, рассчитывают коэффициент финансовой зависимости как отношение заемного капитала к общей сумме источников (валюте баланса).

Коэффициент финансовой устойчивости (financial risk). Данный коэффициент показывает, какая часть активов финансируется за счет используемого капитала (собственного капитала и долгосрочных обязательств). Так выглядит расчет в случае, когда отсроченные налоги включены в общую сумму долга. Если отложенные налоги исключить из суммы задолженности, коэффициент соответственно изменит свое значение. Определяется показатель как отношение используемого (вложенного) капитала к суммарной величине источников. Значение показателя ниже 0,6 рассматривается как тревожное, что предопределяет необходимость детального анализа структуры собственного капитала, условий и размеров долгосрочного заимствования.

Коэффициент концентрации привлеченного капитала (total debt to total assets). Данный коэффициент также служит для представления структуры капитала компании, демонстрирует, какая доля активов предприятия финансируется за счет заемных средств. Коэффициент не дает информации о вероятности получения дохода в будущем или возможном притоке денежных средств.

Коэффициент финансового рычага (financial leverage, FL) и суммарные обязательства к собственному капиталу (total debt to equity). Со-

отношение кредитных и собственных источников финансирования является еще одной формой представления коэффициента финансовой независимости. Определяется как отношение заемного капитала к собственному и показывает, сколько заемных средств привлечено на каждый рубль собственных средств. В определенном смысле рост этого показателя в динамике не может трактоваться как положительная тенденция, поскольку свидетельствует об усилении зависимости предприятия от кредиторов и инвесторов.

Коэффициент финансирования (equity to total debt). Представляет собой соотношение собственных и привлеченных средств и дает наиболее общую оценку финансовой устойчивости предприятия. Он показывает величину заемных средств, приходящихся на каждый рубль собственных средств, вложенных в активы. Так, значение коэффициента финансирования, равное 0,1, показывает, что на 1 руб. собственных средств компании приходится 1 коп. заемных средств.

Устойчивая тенденция к росту этого показателя может привести к снижению степени независимости предприятия и соответственно снижению его финансовой устойчивости.

Еще раз подчеркнем, что все показатели финансовой устойчивости рекомендуется рассчитывать на базе скорректированных значений собственного и заемного капитала.

Ниже представлена сводная таблица показателей, характеризующих финансовую устойчивость компании (табл. 11.6).

Таблица 11.6

Относительные показатели финансовой устойчивости компании

№ п/п	Наименование показателя	Способ расчета	Норматив	Назначение
1	Коэффициент концентрации собственного капитала (финансовой независимости)	Собственный капитал $\times U_1 =$ Пассивы*	$> 0,5$	Характеризует долю собственного капитала в общем объеме пассивов
2	Коэффициент финансовой устойчивости	Собственный капитал + Долговые обязательства $\times \times U_2 =$ Пассивы	0,8—0,9 ($< 0,6$ — тревожный знак)	Показывает удельный вес источников финансирования, которые могут быть использованы длительное время

Окончание

№ п/п	Наименование показателя	Способ расчета	Норматив	Назначение
3	Коэффициент концентрации привлеченного капитала	Заемный капитал $\times U_3 =$ Пассивы	$< 0,5$	Характеризует удельный вес заемного капитала в общем объеме пассивов
4	Коэффициент финансового рычага (левериджа)	Заемный капитал $\times U_4 =$ Собственный капитал		Показывает, какая часть деятельности предприятия финансируется за счет собственных средств, а какая — за счет заемных

* U — удельный вес.

Эффект финансового рычага имеет две составляющие:

Дифференциал = Рентабельность активов – Ставка процентов,

Плечо рычага = Заемный капитал : Собственный капитал.

Рассматривая деловую активность как степень продвижения фирмы на различных рынках, необходимо провести анализ на качественном уровне, сравнивая конкретную компанию с сопоставимыми по сфере деятельности и размерам. Критериями качественного анализа могут быть ассортимент продукции, доля рынка, репутация компании, наличие постоянных клиентов и т.п.

В рамках финансового анализа *оценка деловой активности* представляет собой количественный анализ, предлагающий проведение оценки доходности вложений капитала, бизнеса в целом и отдельных его направлений.

Недостаточно просто оценить динамику полученных компанией доходов, поскольку текущая деятельность сопряжена с серьезными операционными рисками, в частности риском недополучения выручки для покрытия обязательств. Следует помнить, что любое изменение выручки от реализации порождает еще более существенные изменения прибыли. Этот эффект принято называть *эффектом операционного рычага (operating leverage, OL)*.

Очевидно, что прирост выручки от реализации, например, на 15% не приведет автоматически к приросту прибыли на те же 15%. Этот

факт обусловлен тем, что затраты «ведут себя» по-разному, т.е. меняется соотношение между отдельными составляющими общей суммы затрат.

Именно классификация затрат на условно-постоянные (*fixed cost, FC*) и условно-переменные (*variable costs, VC*), широко используемая в управленческом учете, позволяет решить задачу максимизации прибыли за счет сокращения доли тех или иных затрат. Таким образом, эффект операционного рычага характеризует взаимосвязь таких показателей, как объем реализации (*total revenue, TR*), структура затрат (*FC/VC*) и прибыль до налогообложения и выплаты процентов (*EBIT*).

Что показывает такой показатель, как операционный рычаг? По сути *OL* представляет собой коэффициент эластичности, показывающий, на сколько процентов изменится *EBIT* при изменении *TR* на *X* процентов.

Операционный рычаг позволяет определить:

оптимальные для данной компании пропорции между *FC* и *VC*;

степень предпринимательского риска, т.е. темпы падения прибыли с каждым процентом снижения выручки от реализации.

Действительно, показатель *OL* выступает в роли своеобразного «рычага», позволяющего увеличить финансовый результат имевшим место расходам (возможно и обратное, при неблагоприятной структуре затрат могут возрасти потери). Чем больше разница между дополнительными постоянными затратами и генерируемыми ими доходами, тем более существенен эффект рычага.

Рассмотрим на конкретном примере, как проявляется эффект операционного рычага.

Пример. Предположим, мы имеем информацию о компании *Z* за два условных отчетных периода — 2008 и 2009 гг. (табл. 11.7).

Таблица 11.7

Показатели компании *Z* за 2008, 2009 гг.

№ п/п	2008 г.		2009 г.	
	1	Выручка от реализации (<i>TR</i>), тыс. руб.	20 000	Прирост выручки от реализации, %
2	Переменные затраты (<i>VC</i>), тыс. руб.	16 000	Прирост <i>VC</i> , %	10
3	Постоянные затраты (<i>FC</i>), тыс. руб.	2 000	Прирост <i>FC</i> , %	0

Прибыль (Пр) компании *Z* за 2008 г. составит:

$$\text{Пр} = 20\,000 - 16\,000 - 2000 = 2000 \text{ тыс. руб.}$$

Прибыль компании Z за 2009 г. составит:

$$\text{Пр} = (20\,000 \times 1,10) - (16\,000 \times 1,10) - 2000 = 22\,000 - 17\,600 - 2000 = 2400 \text{ тыс. руб.}$$

Темп роста прибыли ($\text{Тр}_п$) рассчитывается по формуле:

$$\text{Тр}_п = \frac{2400}{2000} \times 100 = 120\% .$$

При росте выручки на 10%, прибыль увеличилась гораздо существеннее — на 20%. Это и есть проявление эффекта операционного рычага.

Предположим, что в компании Z увеличилась доля амортизируемых внеоборотных активов, что привело к росту FC (в связи с ростом суммы накопленной амортизации) на 2%. Определим, как изменится темп роста прибыли при таком изменении структуры затрат в 2009 г.:

$$\text{Пр} = 22\,000 - 17\,600 - (2000 \times 1,02) = 2360 \text{ тыс. руб.},$$

$$\text{Тр}_п = \frac{2360}{2000} \times 100\% = 118\%.$$

Расчеты показывают, что увеличение FC приводит к снижению темпов роста прибыли. Следовательно, финансовый менеджмент компании должен быть ориентирован на постоянный контроль динамики постоянных затрат и разумную экономию, в результате чего предприниматель получает возможность оказывать влияние на финансовый результат. Отсутствие же контроля структуры затрат неизбежно приведет к значительным потерям даже при небольшом снижении объемов реализации.

В международной практике такой анализ трактуется как анализ источника вознаграждения, необходимого для компенсации инвесторам и кредиторам рисков, которые они на себя принимают.

Схематично основные направления анализа деловой активности компании представлены на рис. 11.3.

Рассмотрим расчет бухгалтерских показателей доходности вложения капитала (показатели отдачи). В общем случае под доходностью понимается отношение прибыли, полученной за определенный период, к объему капитала, инвестированного в бизнес. Экономический смысл значения данного показателя состоит в том, что он характе-

ризует прибыль, получаемую вкладчиками капитала с каждого рубля средств (собственных или заемных).



Рис. 11.3. Основные направления анализа деловой активности компании

В таблице 11.8 приведены показатели отдачи (прямые показатели).

Таблица 11.8

Показатели отдачи

№ п/п	Показатель	Способ расчета
1	Бухгалтерская доходность активов (ставка доходности активов (P_A))	$1) P_A = \frac{ЧП}{A_{cp}},$ <p>где ЧП — чистая прибыль; A_{cp} — средняя сумма активов компании;</p> $2) P_A = \frac{ОП}{A_{cp}},$ <p>где ОП — операционная прибыль</p>

Окончание

№ п/п	Показатель	Способ расчета
2	Рентабельность продаж по чистой прибыли (P_{Π})	$P_{\Pi} = \frac{\text{ЧП}}{\text{ВР}},$ где ВР — выручка от реализации
3	Прибыль на акционерный капитал (или на собственный капитал), доходность собственного капитала ($P_{СК}$)	$P_{СК} = \frac{\text{ЧП}}{\text{СК}_{\text{ср}}},$ где $\text{СК}_{\text{ср}}$ — средняя сумма собственного капитала
4	Мультипликатор акционерного капитала (M)	$M = \frac{A}{\text{СК}}$

Доходность собственного капитала (ROE) характеризует отдачу на сделанные акционерами инвестиции, показывает наличие прибыли на единицу собственного капитала:

$$ROE = \text{Чистая прибыль} : \text{Собственный капитал.}$$

Этот показатель имеет особое значение для владельцев компании, поскольку является лучшей оценкой результатов деятельности с точки зрения акционеров.

Корректным считается расчет исходя из средней величины собственного капитала, поскольку определенная часть прибыли может реинвестироваться в течение всего отчетного периода.

Рентабельность продаж (*profit margin on sales*) рассчитывается по формуле:

$$PM = \text{Прибыль} : \text{Выручка от реализации.}$$

С помощью коэффициентов, относящихся к группе «рентабельность продаж», может быть оценена доходность бизнеса в целом и отдельных направлений деятельности компании. Высокое значение этого показателя свидетельствует о том, что предприятие, возможно, имеет определенные преимущества в сравнении с конкурентами (эффективный менеджмент, передовая технология и т.п.).

Все указанные показатели могут быть превращены в динамический ряд с целью выявления наиболее существенных факторов, оказывающих влияние на результаты финансово-хозяйственной деятельности компании, а также определения эффективности оперативного руководства.

Контрольные вопросы

1. Какие формы включает стандартная отчетность и какой анализ по ним проводится?
2. Какие активы считаются высоколиквидными?
3. Какие соотношения должны наблюдаться по балансу элементов активов и пассивов «финансово здоровой компании»?
4. Как рассчитывается текущая ликвидность?
5. Как рассчитывается абсолютная ликвидность и что она диагностирует?
6. Что включает собственный капитал компании по балансу?

Анализ движения денежных средств

12.1. Виды денежных средств

Анализ движения денежных средств (ДС) может рассматриваться в качестве первого этапа процесса управления денежными потоками в компании, позволяющего оценить степень платежеспособности, выявить ключевые проблемы (дефицит денежных средств, кассовые разрывы и пр.), выстроить стратегию управления ликвидными активами. В конечном счете все усилия команды менеджеров направлены на сохранение и поддержание платежеспособности компании за счет эффективной работы с денежными потоками с целью их синхронизации.

Этот процесс является логическим продолжением анализа финансовой устойчивости компании. Однако не следует забывать, что денежные средства — лишь один из элементов мозаики управления оборотными активами в целом. Для того чтобы финансовому менеджеру сложить это своеобразное мозаичное полотно, ему следует решать проблему в комплексе, включая элементы управления запасами и дебиторской задолженностью.

Кроме риска потери платежеспособности и банкротства, неэффективное управление денежными средствами таит в себе и другие опасности. Так, низкая ликвидность при дефиците денежных средств дает повод рейтинговым агентствам и банкам снизить кредитный рейтинг компании, отражая снижение ее общей кредитоспособности, что повышает стоимость заемных средств для компаний, берущих кредит. При выпуске облигационного займа это отражается в росте требуемой доходности по облигациям. Последняя растет на величину спреда дефолта, который пропорционален оцененной для фирмы вероятности банкротства.

Платежеспособность — возможность компании погашать обязательства за счет наиболее ликвидных активов (денежных средств и их эквивалентов).

Целью анализа платежеспособности компании является оценка достаточности денежных средств и волатильности денежных потоков.

В состав денежных средств, являющихся элементом текущих активов, входят: монеты, банкноты, валюта, текущие и депозитные счета

в банках, на использование которых нет никаких ограничений. Денежные средства также включают: денежные переводы, чеки, выданные физическим лицам, сберегательные счета.

Существует несколько моментов, связанных с анализом денежных средств, которые требуют особого внимания. Это наличие ограниченных денежных средств, банковских овердрафтов и эквивалентов денежных средств.

В состав *ограниченных денежных средств* входят:

- компенсационные остатки, связанные с требованиями многих банков, чтобы клиенты, которым они ссудили деньги, держали минимальный запас наличных денег на своем чековом или сберегательном счете в качестве обеспечения суммы, которую банк ссудил клиенту. Такой минимальный остаток наличных денег называется компенсационным остатком. Компенсационные остатки должны быть раскрыты в примечаниях к финансовым отчетам;
- суммы, которые откладываются для таких целей, как выплата заработной платы, дивидендов, расширение производства и самострахование, мелкие текущие расходы, также должны быть занесены отдельно от неограниченных денежных средств в баланс компании. Эти суммы, в зависимости от времени их использования, могут рассматриваться как текущие оборотные или долгосрочные активы.

Банковские овердрафты возникают, когда со счета снимается сумма, превышающая сумму денежных средств на счете. Они обычно являются текущими обязательствами и должны добавляться к кредиторской задолженности, если сумма овердрафта является несущественной.

Эквиваленты денежных средств — это краткосрочные инвестиции, легко конвертируемые в известные суммы денег, срок погашения которых наступает так скоро, что не существует значительного риска изменения процентной ставки.

Финансовыми аналитиками неоднозначно трактуются понятия «движение денежных средств», «поток денежных средств» (денежные потоки).

Движение денежных средств (не путать с денежным потоком) проявляется в поступлении (притоке) денежных средств в компанию и выбытии (оттоке) денежных средств из компании. Приток денежных средств определяется как поступление выручки от реализации продукции (работ, услуг); получение кредитов, займов и средств от выпуска корпоративных облигаций и др. Отток денежных средств возникает как следствие разного ряда платежей: покрытия текущих затрат, платежей в бюджет и внебюджетные фонды, выплат дивидендов акционерам и др.

Оперируя общей суммой притока и оттока, можно определить *величину денежного потока* как разницу между всеми поступлениями и выплатами за отчетный период. Другой способ расчета потока денежных средств: разница между количеством денежных средств на конец и начало отчетного периода. Таким образом, денежный поток — это показатель, рассчитываемый на конкретную дату и используемый для определения ряда коэффициентов платежеспособности.

Положительную разницу между суммой поступлений и выплат денежных средств называют чистым притоком денежных средств. Искусство управления финансовыми потоками проявляется в достижении сбалансированности притоков и оттоков денежных средств.

12.2. Задачи анализа денежных средств

Почему некоторые корпорации накапливают большие запасы денежных средств на счетах их компаний, а другие предпочитают оптимизировать их остатки? Далее мы попытаемся ответить на этот вопрос.

Основным из условий финансового благополучия предприятия является приток денежных средств, обеспечивающий покрытие его обязательств. Отсутствие такого минимально необходимого запаса свидетельствует о серьезных финансовых затруднениях. Чрезмерная же величина денежных средств говорит о том, что предприятие терпит реальные убытки, связанные с инфляцией и обесцениванием денег или с упущенной возможностью их выгодного размещения и получения дополнительного дохода. В этой связи возникает необходимость оценить рациональность управления денежными средствами на предприятии.

Поскольку ДС являются ограниченным ресурсом, необходимо обеспечить некий механизм регулирования сбалансированности их поступления и расходования. При этом приоритетной является задача построения гибкой системы управления денежными потоками, способной быстро реагировать на изменения ситуации. Такая адаптивность дает возможность формировать запас ДС, позволяющий воплощать любые стратегические решения. Но любые управленческие решения предваряются анализом ситуации; аналитик должен знать, откуда преимущественно поступают ДС в компанию и на что расходуются; как определить достаточный уровень ДС для конкретного бизнеса; являются ли денежные притоки стабильными; каковы причины неплатежеспособности компании.

Результаты анализа движения ДС используются для оценки:

- возможности организации обеспечивать чистый денежный приток;
- способности погашать обязательства перед кредиторами, выплачивать дивиденды, осуществлять иные платежи;
- потребности в дополнительном привлечении денежных средств;
- эффективности инвестиционных и финансовых операций.

С этой целью проводится всесторонний анализ движения ДС на базе финансовой отчетности. Оценка результатов анализа на достаточно длительном промежутке времени позволяет получить ответ на следующие вопросы:

- в достижение каких целей целесообразно вкладывать средства;
- по каким направлениям следует сократить вложения;
- из каких источников можно привлечь дополнительные ДС и в какой степени сократятся в связи с этим обязательства компании;
- способна ли компания пополнить резервы на непредвиденные расходы.

В процессе анализа движения денежных средств необходимо жестко контролировать обеспечение сопоставимости фактических и прогнозных значений исследуемых показателей, своевременно выявляя возникающие отклонения от заданных темпов роста. Такая форма аналитической работы обеспечивает возможность качественного регулирования денежных потоков компании.

Разумеется, эффективная схема управления денежными потоками обеспечивает финансовую стабильность компании, позволяет снизить потребность в заемном капитале (и следовательно, финансовые риски), способствует ускорению оборота капитала и укреплению платежеспособности предприятия.

12.3. Информационная база для оценки движения денежных средств

Используемые финансовыми аналитиками методы анализа денежных потоков базируются главным образом на данных годовой бухгалтерской отчетности. Основными источниками информации служат отчет о движении денежных средств, бухгалтерский баланс, отчет о прибылях и убытках.

Преимуществами бухгалтерской отчетности является ее унифицированность, доступность внутренним и внешним пользователям. Такую информацию можно применять при ведении сравнительного анализа, поскольку все предприятия формируют отчетность, ориенти-

руясь на общепринятые принципы, утвержденные стандарты финансовой отчетности.

Однако в бухгалтерском балансе представлена информация об остатках ДС предприятия на начало и конец отчетного периода. По сути своей данные баланса являются статичными и характеризуют лишь результат движения ДС за отчетный период.

Отчет о движении денежных средств охватывает один отчетный период и иллюстрирует приток и отток денежных средств как результат текущей (операционной), инвестиционной и финансовой деятельности компании. Из этого отчета можно получить информацию, дополнительную к той, что представлена в бухгалтерском балансе и отчете о прибылях и убытках.

В отчете о движении денежных средств четко выделено три раздела:

- денежный поток от операционной деятельности (денежные средства, получаемые и используемые в ходе основной хозяйственной деятельности компании);
- денежный поток от инвестиционной деятельности (денежные средства, получаемые и используемые в результате покупки и продажи вложений);
- денежный поток от финансовой деятельности (денежные средства, получаемые и используемые в ходе деятельности, затрагивающей кредиторов и собственников предприятия).

Очевидно, что такой отчет хорошо структурирован и каждый его раздел имеет свое содержание и аналитическую ценность (табл. 12.1).

Таблица 12.1

Аналитическая ценность отчета о движении денежных средств

№ п/п	Вид деятельности	Краткая характеристика
1	Текущая	Характеризует, как меняется потребность в денежных средствах в связи с изменением деловой активности. Дает ответ на вопрос: способна ли компания генерировать ДС в процессе текущей (операционной) деятельности? Ключевой показатель — чистый денежный (операционный денежный) поток
2	Инвестиционная	Показывает поступление и использование ДС, связанные с движением долгосрочных активов. Дает ответ на вопрос: способна ли компания развиваться за счет собственных источников получения денежных средств? Характеризует движение денежных средств, связанное с изменением собственного капитала и кредитов

Окончание

№ п/п	Вид деятельности	Краткая характеристика
3	Финансовая	Дает информацию о достаточности (недостатке) потока денежных средств для погашения долгосрочных обязательств, для финансового обеспечения основной и инвестиционной деятельности предприятия

Известно, что величина остатка денежных средств может отклоняться от величины прибыли (убытка), полученной компанией за прошедший отчетный период. Выявить причины такого отклонения, ориентируясь на данные бухгалтерского баланса, невозможно, поскольку оно не зависит от изменения активов и пассивов. Определяется такое отклонение тем, что финансовый результат формируется на базе метода начисления, а остаток денежных средств — кассового метода (т.е. по факту реального исполнения). Кроме того, не все суммы, признанные бухгалтером в учете, участвуют одновременно (или в полном объеме) в расчете финансового результата и остатка денежных средств. Например, сумма накопленной амортизации полностью определяет прибыль (убыток), а на денежном потоке сказывается через влияние на сумму налога на прибыль.

Следовательно, с тем чтобы достоверно оценить причины отклонения остатка ДС от финансового результата, следует использовать совокупные данные всех вышеуказанных отчетов.

Показатели отчета о прибылях и убытках имеют большое значение для проведения анализа движения денежных средств. В этой форме отчетности аналитик найдет информацию о выручке от реализации; себестоимости проданных товаров (работ, услуг); других видах затрат, признанных бухгалтером расходами данного отчетного периода; всех видах прибыли (от валовой до чистой).

Следует подчеркнуть, что анализ движения денежных средств может стать базой для серьезных оценок и выводов только в том случае, если финансовые отчеты будут дополнены информацией, полученной управленческими бухгалтерами, а также специалистами, анализирующими динамику основных технико-экономических показателей. Такая информация может быть получена оперативно, она не привязана к конкретным срокам формирования бухгалтерского отчета, может группироваться по любым признакам, и может быть выражена как в стоимостной форме, так и в натуральных показателях (метрах, штуках, килограммах).

12.4. Методы формирования отчета о движении денежных средств

Отчет о движении денежных средств может быть составлен двумя способами: прямым или косвенным. Используя эту терминологию, аналитики говорят о прямом и косвенном методе расчета потока денежных средств.

Прямой метод предполагает последовательное сопоставление общих сумм поступлений и платежей в разрезе различных видов деятельности (текущей, инвестиционной, финансовой). При использовании прямого метода денежный поток в разрезе текущей (операционной) деятельности определяется путем сведения в таблицу общего притока денежных средств от покупателей за вычетом денежных выплат продавцам, в бюджет, процентов кредиторам и т.д. (табл. 12.2).

Таблица 12.2

Отчет о движении денежных средств (прямой метод)

№ п/п	Вид деятельности	Поступления	Расходы
1	Основная	<ul style="list-style-type: none"> ■ от реализации продукции, работ, услуг; ■ авансы, полученные от покупателей; ■ расчеты с подотчетными лицами; ■ прочие поступления 	<ul style="list-style-type: none"> ■ оплата за сырье и материалы; ■ заработная плата рабочих и служащих; ■ отчисления в бюджет и внебюджетные фонды; ■ прочие расходы
2	Инвестиционная	реализация долгосрочных активов	долгосрочные вложения и инвестиции
3	Финансовая	<ul style="list-style-type: none"> ■ поступления кредитов и займов; ■ эмиссия акций 	<ul style="list-style-type: none"> ■ возврат кредитов и займов; ■ выкуп акций и выплата дивидендов

Расчет движения ДС по прямому методу можно произвести следующим образом:

$$\begin{aligned} & \text{Остаток ДС на начало периода} + \text{Основная деятельность} + \\ & + \text{Инвестиционная деятельность} + \text{Финансовая деятельность} = \\ & = \text{Совокупный денежный поток (остаток ДС на конец года)}. \end{aligned}$$

Прямой метод представляет собой достаточно кропотливую процедуру, тем не менее он дает возможность контролировать расходование ДС, оценить достаточность их запаса для платежей по финансовым обязательствам. Расчет ведется по показателям выручки от реализации

продукции (работ, товаров, услуг). Денежный поток равен разности между поступлением денежных средств и расходами, связанными с их выплатой.

Основным недостатком данного метода считают отсутствие взаимосвязи между финансовым результатом и изменением абсолютного размера ДС.

Установить эту взаимосвязь аналитику дает возможность *косвенный метод*. Расчет ДС ведется от чистой прибыли, величина которой корректируется на «неденежные» позиции, такие, например, как амортизация материальных и нематериальных активов.

В рамках косвенного метода операционный денежный поток грубо может быть рассчитан по балансу и отчету о прибылях и убытках как сумма:

Чистая прибыль + Амортизация (которая была включена в себестоимость и уменьшила прибыль) + Снижение текущих активов (кроме денежных средств) + Прирост кредиторской задолженности + Выплаты из чистой прибыли = Операционный денежный поток.

Заметим, что при обратной динамике показателей знак у слагаемых должен измениться.

Общий подход к корректировкам следующий: из стоимости текущих активов вычитаем увеличение, прибавляем уменьшение; к стоимости текущих пассивов прибавляем увеличение, вычитаем уменьшение.

Пример. В балансе компании счета к получению (дебиторская задолженность) увеличились на 100 тыс. дол. в течение года. Это увеличение означает, что компания отразила в бухгалтерских записях продажи на сумму 100 тыс. дол. в течение года, которые не были оплачены. Следовательно, нужно уменьшить чистую прибыль на 100 тыс. дол. Предположим, что кредиторская задолженность компании выросла на 110 тыс. дол., а увеличение товароматериальных запасов составило 50 тыс. дол. Тогда компания записывает товары на сумму 110 тыс. дол., которые, согласно балансу, еще не оплачены как товароматериальные запасы или себестоимость. Чтобы отразить эти операции, связанные с денежным потоком, необходимы две корректировки. Первая — прибавить к чистой прибыли общее увеличение кредиторской задолженности в течение года, в данном случае 110 тыс. дол., вторая — вычесть увеличение товароматериальных запасов на 50 тыс. дол. Результат от этих двух операций — прибавка к прибыли 60 тыс. дол. (части неоплаченной кредиторской задолженности, которая указана как себестоимость в отчете о прибылях и убытках).

Расчет ДС по косвенному методу, используя данные табл. 12.3, можно произвести следующим образом:

$$\begin{aligned} & \text{Реинвестированная прибыль} + \text{Амортизация} + \text{Дивиденды} - \\ & - \Delta \text{Чистых текущих активов} + \Delta \text{Чистых текущих пассивов} - \\ & - \Delta \text{Постоянных активов} - \text{Амортизация} + \Delta \text{Кредитов} + \\ & + \Delta \text{Собственных средств} - \text{Дивиденды} = \text{Совокупный денежный} \\ & \text{поток.} \end{aligned}$$

Таблица 12.3

Отчет о движении денежных средств (косвенный метод)

№ п/п	Вид деятельности	Операции	Примечания
1	Основная	Реинвестирование прибыли	
		Амортизационные отчисления	Амортизация прибавляется, так как не создает дополнительного движения денег
		Дивиденды	Дивиденды не влияют на основную деятельность
		Изменение чистых текущих активов: ■ запасы сырья и материалов; ■ незавершенное производство; ■ готовая продукция; ■ дебиторская задолженность	Учитывается изменение текущих активов без учета счетов денежных средств и краткосрочных финансовых вложений
		Изменение чистых текущих пассивов: ■ кредиторская задолженность; ■ задолженность перед бюджетом	Учитывается изменение текущих пассивов без учета краткосрочных кредитов
2	Инвестиционная	Изменение постоянных активов: ■ основные средства; ■ нематериальные активы; ■ долгосрочные вложения	Постоянные активы учитываются по остаточной стоимости, поэтому необходимо сделать поправку на амортизационные отчисления
		Амортизационные отчисления	

Окончание

№ п/п	Вид деятельности	Операции	Примечания
3	Финансовая	Изменение кредитов	Долгосрочные и краткосрочные кредиты
		Изменение собственных средств	Изменение собственных средств только за счет покупки-продажи собственных акций
		Дивиденды	

Составление отчета о движении денежных средств косвенным методом проводится в несколько этапов. Во-первых, следует «сортировать» изменение статей баланса по основной, инвестиционной и финансовой деятельности и разделить изменение собственных средств на реинвестированную прибыль и на поступления (расходы) от эмиссии (выкупа акций). Во-вторых, необходимо скорректировать реинвестированную прибыль на амортизацию и дивиденды. В-третьих, следует провести корректировку изменения постоянных активов на амортизацию. И в заключение — скорректировать финансовый поток на дивиденды.

По косвенному методу денежный поток определяется в зависимости от величины годовой прибыли (убытка) за анализируемый период.

Каждый из приведенных методов определения денежного потока имеет свои преимущества и недостатки.

Достоинствами прямого метода является то, что он дает возможность:

- доказать основные источники притока и направления оттока денежных средств;
- делать оперативные выводы относительно достаточности средств для платежей по текущим обязательствам;
- установить взаимосвязь между реализацией и денежной выручкой за отчетный период;
- оценить ликвидность предприятия.

К достоинствам косвенного метода относят установку взаимосвязи:

- между разными видами деятельности предприятия;
- между чистой прибылью и изменениями в активах предприятия за отчетный период.

Основным недостатком прямого метода является то, что он не раскрывает взаимосвязи полученного финансового результата и изменения денежных средств на счетах предприятия.

К недостаткам косвенного метода относят:

- сложности расчетов, связанные с отсутствием информации о величине начисленного износа по долгосрочным активам;
- значительные искажения структуры изменений денежных средств по видам деятельности.

12.5. Оценка платежеспособности компании

Анализ денежных потоков на основе отчета о движении денежных средств является первым этапом процесса управления денежными средствами компании; он дает возможность понять, откуда они поступают и каковы направления их расходования. Речь идет о текущем управлении денежными средствами, поскольку стратегическое управление денежными потоками предусматривает учет изменения стоимости денег во времени (дисконтирование) с целью снижения рисков инвестиционной деятельности компании, а также формирование бюджета денежных средств.

В долгосрочном периоде структуру прибыли и денежные потоки следует рассматривать во взаимосвязи, с тем чтобы выявить основные колебания в движении ДС и оценить способность компании к выполнению своих долговых обязательств.

В процессе анализа движения денежных средств в текущем периоде решаются две взаимосвязанные задачи:

- оценка равномерности и стабильности денежного потока;
- оценка достаточности ДС для обеспечения текущей деятельности и покрытия непредвиденных расходов.

Необходимым условием успешного решения поставленных задач является анализ отклонений фактических показателей от бюджетных (запланированных), установление частоты и величины этих отклонений и разрывов между ними. Финансовый аналитик обязан обращать внимание как на благоприятные, так и на нежелательные тенденции, уметь выявить конкретный источник и причину недостижения заданного результата или заданных темпов роста.

Основной целью анализа движения денежных средств является оценка платежеспособности компании. В результате проведенного анализа должен быть сформулирован информационный массив, позволяющий аналитику получить ответ на следующие вопросы.

- В каком объеме были получены денежные средства и каковы направления их использования?

- Способна ли компания обеспечить превышение поступления денежных средств над платежами; если да, то насколько стабильно такое превышение?
- В состоянии ли компания расплатиться по своим текущим обязательствам?
- Достаточно ли компании собственных средств для инвестиционной деятельности?
- Достаточно ли компании чистого притока денежных средств для обслуживания текущей деятельности?

Получив ответы на заданные вопросы, финансовые менеджеры компании имеют возможность увидеть «узкие места» в управлении денежными потоками, оптимизировать остатки денежных средств на счетах и в кассе, создать резерв наличности, разместить свободные денежные средства.

Степень значимости решения данных задач такова, что во многих крупных компаниях мира эти функции переданы специальным отделам — казначействам (или конкретному специалисту — казначею).

Выделяют, как правило, несколько ключевых направлений анализа движения денежных средств.

Первое направление анализа — «экономическое чтение» отчета о движении денежных средств. Важно, чтобы аналитик получил отчеты о потоках ДС за как можно большее число лет. Это имеет огромное значение при анализе отчета, ибо планирование и расширение производственной базы, модернизация программ выпуска продукции, увеличение рабочего капитала и финансирование этой деятельности за счет привлечения краткосрочных и долгосрочных займов и при помощи собственных денежных средств — работа, которая, вероятно, займет достаточно много времени. Таким образом, для того чтобы аналитик мог оценить планы руководства и возможность их выполнения, он должен проанализировать отчеты за ряд лет. Тогда можно получить более полную картину финансовых «обычаев» руководства и оценить ее.

Вначале аналитик должен установить, каковы основные источники ДС за анализируемые годы и основные цели, на которые эти средства направлялись. Анализ показателей структуры отчетов о потоках денежных средств поможет проводить данное сравнение год за годом. Заметим, что при составлении детального отчета компании зачастую стремятся завуалировать основные источники и направления использования ДС. При оценке тенденций и практики лучше обобщить главные источники денежных средств и направления их использования за ряд лет (три или пять), поскольку один финансовый период слишком мал, чтобы делать обоснованные выводы. Так, финансирование

наращивания основного капитала может продолжаться годами, прежде чем успешно завершится.

При оценке источников и направлений использования денежных средств аналитик должен сосредоточиться на следующих вопросах.

- Способно ли предприятие профинансировать выбытие основных средств за счет ДС, накопленных на самом предприятии? При этой оценке может быть полезным начисление износа по ценам приобретения и по текущим ценам. Многие компании не предоставляют информацию, достаточную для того, чтобы аналитик мог провести различие между выбытием и наращиванием мощностей.
- Как были профинансированы расширение производства и поглощение компаний?
- В какой степени предприятие зависит от финансирования из внешних источников? Как часто это требуется и в какой форме осуществляется?
- О чем говорит потребность компании в денежных средствах и ее доступ к денежным средствам с точки зрения дивидендной политики предприятия?

Регулярный анализ соотношения ДС (срок погашения которых заканчивается в текущем отчетном периоде) может дать достаточную информацию об избытке (недостатке) денежных средств в компании.

Затем проводят анализ притоков (оттоков) денежных средств и динамики чистого денежного потока по видам деятельности. Если, например, компания регулярно генерирует денежный поток от финансовой деятельности и не в состоянии обеспечить приток в результате операционной деятельности, возможно, сделана ставка на внешнее заимствование для покрытия нужд текущей деятельности. Как устойчивая тенденция такое положение дел не может оцениваться положительно. С другой стороны, в отдельные временные периоды целью получения займов может являться финансирование инвестиционных проектов с ориентацией на будущие выгоды, что увеличивает финансовые риски, но не является негативным фактором.

Причинами снижения денежного потока от текущей (операционной) деятельности могут быть: необоснованный рост текущих активов, снижение скорости оборота товарных запасов; снижение доходов вследствие недоиспользования мощностей, падение объемов продаж из-за нерациональной ценовой политики; рост величины расходов из-за неэффективного управления затратами, трудностей со сбытом.

Возможные причины изменения статей финансовых отчетов в сопоставлении с динамикой выручки от реализации, суммы поступлений и платежей представлены в табл. 12.4.

Таблица 12.4

Анализ причин изменения статей финансовых отчетов

Изменение статей отчета	Возможные причины изменения статей отчета
1. Изменение статей оборотных активов	
1.1. Прирост текущих активов превышает прирост выручки	1. Замедление оборачиваемости текущих активов и, как следствие, возможные проблемы с ликвидностью и платежеспособностью. 2. Изменение политики руководства в отношении управления текущими активами (другая стратегия)
1.2. Сокращение роста текущих активов	1. Следствие недостаточности полученной выручки. 2. Политика на ускорение оборачиваемости текущих активов и высвобождение средств
2. Изменение статей текущих обязательств	
2.1. Рост текущих обязательств	1. Увеличение выручки и увеличение кредиторской задолженности. 2. Проблемы с платежеспособностью
2.2. Снижение текущих обязательств	1. Уменьшение выручки. 2. Изменение политики управления текущими обязательствами
3. Изменение результатов финансовой деятельности	
3.1. Сумма поступлений превышает сумму платежей	Предприятие способно погасить обязательства по кредитам
3.2. Сумма поступлений ниже суммы платежей	Предприятие не способно погасить обязательства по кредитам
3.3. Результаты текущей деятельности превышают результаты финансовой деятельности	Предприятие способно генерировать денежные средства в результате основной деятельности

Второе направление анализа — оценка достаточности ДС. Наиболее доступным способом решения этой задачи является определение минимально необходимой потребности компании в денежных средствах, т.е. норматива денежных средств ($H_{ДС}$).

Данный норматив может быть рассчитан как произведение дневного расхода денежных средств и количества дней, на которое нужно сформировать запас денег:

$$H_{ДС} = P_{дн} \times Д,$$

где $H_{ДС}$ — норматив денежных средств, у.е.;

$P_{\text{дн}}$ — дневная потребность в денежных средствах, у.е.;
 D — норма запаса, дни.

Суточная потребность в денежных средствах определяется экономистами или казначеем по опыту прошлых лет (регулярно пересматривается). Что касается нормы запаса, то она может быть определена через длительность одного оборота денежных средств, рассчитываемую в днях.

С этой целью используется формула:

$$\text{Период оборота} = \frac{\text{Средние остатки ДС} \times \text{Длительность периода}}{\text{Оборот за период}}.$$

Длительность периода составляет:

360 дней при расчете показателя за год;

90 дней при расчете показателя за квартал;

30 дней при расчете показателя за месяц.

Величина средних остатков рассчитывается по формуле:

$$\text{Средние остатки} = \frac{ОД_{1/2} + ОД_2 + ОД_3 + \dots + ОД_{n/2}}{n - 1},$$

где $ОД_n$ — остатки на начало месяца n ;
 n — количество месяцев в периоде.

Для исчисления величины среднего оборота следует использовать кредитовый оборот, очищенный от внутренних оборотов за анализируемый период.

Третье направление анализа — переход к оценке платежеспособности компании на базе коэффициентного метода (коэффициентный анализ платежеспособности). В настоящее время особое внимание в мировой аналитической практике уделяется показателям платежеспособности компании, характеризующим достаточность денежных средств и их эквивалентов для погашения краткосрочных обязательств.

В целом ряде случаев к концу конкретного отчетного периода показатели ликвидности могут находиться в диапазоне допустимых значений, однако наличие в составе текущих активов значительного удельного веса неликвидов, сомнительных долгов, отсутствие достаточного количества денежных средств может привести к резкому снижению платежеспособности. Низкий ее уровень выражается, как правило, в явном недостатке наличности, высоком удельном весе просроченных платежей в общей величине кредиторской задолженности, низком уровне показателей финансовой устойчивости компании.

Неплатежеспособность по сути есть невозможность выполнения краткосрочных обязательств в полном объеме, при этом плательщик может располагать достаточным количеством активов, которые не удастся превратить в наличные. Такое состояние может быть временным, но может стать устойчивой тенденцией, ведущей организацию к несостоятельности и, возможно, в дальнейшем к банкротству.

Поэтому, анализируя состояние неплатежеспособности, необходимо выявить причины возникновения финансовых затруднений, к которым относятся:

- нерациональная структура оборотных средств;
- невыполнение плана реализации продукции;
- несвоевременное поступление платежей по контрактам;
- неэффективное управление денежными потоками;
- неэффективное налоговое планирование и т.д.

Возможность восстановления платежеспособности компании оценивается с помощью ряда специфических показателей, рассчитываемых с привлечением информации из отчета о движении денежных средств, бухгалтерского баланса, отчета о прибылях и убытках.

Вся совокупность показателей платежеспособности включает в себя коэффициенты, характеризующие структуру текущих активов, достаточность денежных средств, возможность покрытия долговых обязательств. Высокое значение этих коэффициентов свидетельствует об устойчивом финансовом положении компании, низкое их значение — сигнал о потенциальных проблемах с наличностью, нарушении нормального финансового цикла.

Однако возможны исключения из правила, в связи с чем грубая, прямолинейная трактовка изменения оценочных показателей недопустима. Многие будут определяться стратегией компании в сфере управления денежными средствами, характером производственного цикла, наличием срочных инвестиционных проектов, особенностями сферы деятельности компании и рядом других факторов.

Рассмотрим перечень показателей, включаемых аналитиками в группу коэффициентов платежеспособности компании.

Соотношение денежных средств, их эквивалентов и текущих активов (K_1):

$$K_1 = \frac{\text{Денежные средства}}{\text{Текущие активы}}.$$

Коэффициент характеризует долю денежных средств, включая их эквиваленты, в общей сумме текущих активов компании. Величина коэффициента регулируется размерами оптимального остатка денеж-

ных средств, определяемого для каждой конкретной компании в отдельности, а также структурой текущих активов, сложившейся в данной отрасли экономики.

Соотношение денежных средств в выручке и валовой выручки от реализации (K_2):

$$K_2 = \frac{\text{ДС в выручке}}{\text{Валовая выручка}}.$$

Данное соотношение определяет долю реальных денежных поступлений в выручке от реализации продукции (работ, услуг), сформированной методом начислений. Валовая выручка включает выручку от реализации за отчетный период (по оплате), НДС, акцизы и другие обязательные платежи. Она характеризует объем дохода организации за анализируемый период и определяет масштаб бизнеса.

Коэффициент абсолютной ликвидности (K_3):

$$K_3 = \frac{\text{Операционный денежный поток}}{\text{Текущие обязательства}}.$$

Данный коэффициент показывает, может ли компания покрыть свои краткосрочные обязательства за счет поступления денежных средств в результате текущей (операционной) деятельности.

Коэффициент платежеспособности (K_4):

$$K_4 = \frac{\text{Поступления ДС}}{\text{Выплаты ДС}}.$$

Этот коэффициент характеризует сбалансированность денежных потоков, достаточность поступления денежных средств за период. При значении коэффициента, равном единице, денежных средств поступает ровно столько, сколько требуется для осуществления всех платежей. Если $K_4 > 1$, то имеет место превышение поступлений над выплатами; в случае сохранения подобной ситуации в длительном периоде времени вероятно, что в компании неэффективно используются денежные средства. Если $K_4 < 1$, то возможны варианты оценки: поступивших денежных средств недостаточно либо платежи осуществлялись за счет накопленного остатка денежных средств. В краткосрочном периоде такой дисбаланс не опасен.

Коэффициент платежеспособности дает информацию о том, на сколько процентов могут быть сокращены поступления денежных средств, чтобы компания сохранила возможность провести все необходимые платежи. Например, значение $K_4 = 1,1$ означает, что текущие платежи могут быть обеспечены при снижении поступлений денежных средств на 10%.

В настоящее время особое внимание финансовыми аналитиками уделяется оценке способности фирмы обслуживать долги за счет текущих денежных потоков. С этой целью рассчитывается группа показателей, получивших название «коэффициенты обслуживания долга».

Коэффициент покрытия долговых обязательств (K_5). Он рассчитывается как соотношение чистой выручки от реализации и общей суммы задолженности. Показатель является мерой способности компании обслуживать свои долги. Так, если $K_5 = 0,16$, это означает, что лишь 16% заемного капитала покрывается чистой выручкой от реализации продукции (работ, услуг).

Коэффициент долгосрочной капитализации (K_6). Рассчитывается как отношение долгосрочных обязательств к сумме собственного капитала и долгосрочных обязательств (устойчивым пассивам):

$$K_6 = \frac{\text{ДО}}{\text{СК} + \text{ДО}}.$$

Показатель характеризует долю долгосрочных кредитов и займов в устойчивых пассивах (капитализации). Это соотношение тщательно анализируется кредиторами, поскольку во многих кредитных договорах присутствуют механизмы, регулирующие риск предоставления кредита путем ограничения доли долгосрочных обязательств в составе устойчивых пассивов.

Коэффициент покрытия процентных выплат (K_7). Определяется путем соотнесения прибыли до уплаты процентов и налогов (*EBIT*) и расходов по процентам:

$$K_7 = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Расходы по процентам}}.$$

Показатель характеризует возможность погашения процентов к уплате за счет доходов от операционной деятельности, т.е. основного источника покрытия обязательств. Неровная динамика, значительные отклонения свидетельствуют о нестабильности доходов и соответственно росте операционного риска компании.

Коэффициент покрытия долговых обязательств (K_8). Коэффициент может быть получен путем соотнесения прибыли до уплаты процентов и налогов и общей величины обязательств компании в виде суммы процентов и основного долга:

$$K_8 = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Проценты} + \text{Сумма долга}}.$$

Дополнением к предыдущему показателю может служить коэффициент, характеризующий долю просроченной кредиторской задол-

женности в общей величине пассивов (Кредиторская задолженность просроченная / Валюта баланса); рост данного показателя свидетельствует о наличии негативных тенденций, определяемых невозможностью своевременного погашения текущих обязательств. Другой причиной увеличения просроченной кредиторской задолженности может являться выбранная менеджерами компании политика управления текущими обязательствами, обусловленная спецификой конкретного этапа развития, стратегией организации.

Платежеспособность компании тесно связана со сложившейся структурой капитала, финансовой устойчивостью; поэтому при проведении оценки платежеспособности должны учитываться также размеры и динамика рабочего капитала, соотношения заемных и собственных средств, коэффициент долгосрочного привлечения заемного капитала.

Интересной является группа показателей рентабельности денежных средств, дающих информацию о размере прибыли, приходящейся на 1 руб. денежных средств, находящихся в распоряжении предприятия в среднем в течение отчетного периода.

В соответствии с этим могут быть рассчитаны:

- рентабельность остатка денежных средств (P_o):

$$P_o = \frac{\text{Прибыль}}{\text{Средний остаток ДС}};$$

- рентабельность израсходованных денежных средств (P_p):

$$P_p = \frac{\text{Прибыль}}{\text{Расход ДС}};$$

- рентабельность поступивших денежных средств ($P_{п}$):

$$P_{п} = \frac{\text{Прибыль}}{\text{Поступление ДС}}.$$

Нельзя не отметить, что существует определенная некорректность в расчете указанных показателей. Прибыль и денежные средства могут отражаться в бухгалтерском учете в разные отчетные периоды (метод начисления и кассовый метод); не все поступления и расходования денежных средств связаны с финансовым результатом этого отчетного периода. Данный факт следует учитывать, давая оценку динамики коэффициентов. По сути они характеризуют эффективность использования денежных средств. Однако не всегда снижение этой эффективности может трактоваться как негативная тенденция: существенные выплаты сегодня, возможно, ориентированы на получение прибыли в будущих отчетных периодах.

Целесообразно рассматривать показатели платежеспособности только в динамике, в сравнении с показателями других сопоставимых компаний с тем, чтобы вовремя уловить тенденцию к снижению платежеспособности и повысить эффективность управления денежным потоком.

Анализируя совокупность показателей платежеспособности, финансовые аналитики «сведения о прошлом экстраполируют в будущее, чтобы, по словам Э. Хелферта, «посмотреть, какой „запас прочности“ останется на покрытие процентов, выплат по основной сумме кредита и других фиксированных платежей». При этом особого внимания требуют периоды, когда денежные потоки компании подвержены значительным колебаниям.

В заключение выделим следующие направления анализа финансового состояния неплатежеспособного предприятия:

- динамика валюты баланса:
 - выявление причин сворачивания хозяйственной деятельности,
 - влияние внешних факторов на изменение валюты баланса,
 - ценовая и кредитная политика,
 - направления использования прибыли;
- динамика структуры собственного капитала и заемных средств;
- динамика структуры активов.

Контрольные вопросы

1. Какие показатели характеризуют достаточность денежных средств у компании?
2. Какая форма отчетности позволяет диагностировать движение денежных средств?
3. Почему важно отслеживать платежеспособность в сопоставлении с другими компаниями?

УПРАВЛЕНИЕ ОСНОВНЫМ КАПИТАЛОМ И ИСТОЧНИКАМИ ЕГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Глава 13

Анализ и оценка инвестиционных решений компании

Процесс отбора и используемые критерии для оценки эффективности направлений и видов вложения финансовых ресурсов в создание реальных активов различен у разных игроков инвестиционного рынка: коммерческих нефинансовых компаний, домохозяйств, профессиональных участников финансового рынка (например, фондов прямого инвестирования). Эти различия связаны как с целями инвестирования, так и с располагаемыми или доступными для привлечения ресурсами, а также профессиональными компетенциями по применению тех или иных моделей и методов оценки инвестиционной привлекательности компании. Часто участники инвестиционного рынка публично раскрывают принципы отбора проектов и практически всегда крупные, успешные игроки имеют внутренние документы, регламентирующие эти процессы. В данной главе рассматривается инвестиционная деятельность коммерческих нефинансовых компаний в рамках создания реальных активов (основного капитала) в целях наращивания стоимости бизнеса.

13.1. Ресурсная концепция менеджмента и выгоды инвестирования

Ресурсная концепция стратегического менеджмента, позволяющая объяснить различия компаний по положению на рынке и долговременное успешное развитие, утверждает, что успешные и финансово

здоровые предприятия способны генерировать и удерживать стратегические ресурсы.

Стратегические ресурсы (в рамках учетной модели финансового анализа фиксируемые как активы) не только создают ценности (например, денежные потоки), но и являются трудновоспроизводимыми. Для того чтобы стать трудновоспроизводимым, ресурс должен быть, во-первых, редким и уникальным, а во-вторых, должен быть защищен при помощи различных барьеров. Ресурсы с такими характеристиками обеспечивают долгосрочное конкурентное преимущество компании.

Таким образом, неотъемлемым условием существования стратегических ресурсов является наличие барьеров на рынке. Традиционно выделяют барьеры входа в отрасль (сферу деятельности) и барьеры выхода. Их возможное сочетание для компаний, стремящихся создать стратегические ресурсы, показано на рис. 13.1.



Рис. 13.1. Области формирования барьеров

Выделяют следующие барьеры входа в отрасль (ранжирование по степени использования):

- доступ к сырью;
- географическое расположение (коммуникации, персонал);
- государственное регулирование;
- дифференциация продуктов;
- уникальность технологии;
- использование экономии масштаба;
- большие начальные инвестиции;
- доступ к каналам продвижения товара;

- интеллектуальный капитал (опыт, навыки, гибкость).

Наличие барьеров выхода связано с низкой ликвидностью созданных активов, когда уход из бизнеса фактически приводит к потере денег, вложенных в основной и оборотный капитал.

Для развивающихся рынков значимым барьером сохранения конкурентных преимуществ является государственное регулирование, которое затрагивает практически все рынки.

Создание новых и удержание имеющихся стратегических ресурсов невозможно без инвестиций, т.е. отказа от текущего потребления ради потребления в будущем. Термин «инвестиции» происходит от латинского слова «*invest*», что означает «вкладывать». **Инвестиционная деятельность** — вложение инвестиций и осуществление практических действий для получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта [3].

В ряде случаев инвестиции компаний продиктованы невозможностью продолжать деятельность в прежнем объеме (поломка и выход из строя оборудования, его моральный износ, ужесточение требований государственных надзорных органов). Более характерная ситуация — поиск новых конкурентных преимуществ (создание стратегических ресурсов) через развитие распределительных сетей, увеличение масштаба деятельности и качества производимой продукции (услуг). Эти решения оказываются затратными, и компании приходится постоянно выбирать между различными вариантами инвестирования в те или иные области приложения капитала.

С учетной точки зрения под *инвестиционными решениями* предприятия понимаются решения, затрагивающие долгосрочные активы компании, изменение их величины и структуры. Стоимостной взгляд на компанию выделяет в основном (долгосрочном и используемом на постоянной основе) капитале три значимых элемента:

- материальные (реальные) активы;
- финансовые активы (как долгосрочные финансовые вложения, доли в других компаниях);
- интеллектуальный капитал.

Изменение величины этих элементов капитала компании происходит в результате инвестиций, т.е. через направление аккумулированных денежных средств на создание стратегических ресурсов с целью достижения поставленных целей, включая будущие прибыли и наращивание стоимости.

Федеральная служба государственной статистики (Росстат) выделяет в инвестиционной деятельности компаний собственно инвестиции (в академической литературе часто фигурирует термин «реальные

инвестиции») и финансовые вложения. Под *инвестициями* в основной капитал (реальными инвестициями) трактуются затраты на создание, воспроизводство и реконструкцию основных средств (т.е. новое строительство, расширение и модернизацию долгосрочных объектов, приобретение машин и оборудования), затраты на формирование стада, высаживание многолетних насаждений. Инвестиции в создание материальных активов (зданий и иных имущественных объектов) часто трактуют как «реальные инвестиции», еще одно часто используемое определение которых — «капитальные вложения» (их также иногда называют капиталобразующими инвестициями).

В том случае, если данное направление инвестирования ассоциируется с материальными активами, то к реальным инвестициям относят вложения в драгоценные металлы и камни, коллекционные ценности. С точки зрения стоимостной аналитики это не совсем верно. Главная особенность реальных и инновационных инвестиций — создание новых ресурсов (активов), которые смогут порождать в будущем выгоды своим владельцам, т.е. капиталобразование. Отличие финансовых инвестиций заключается в их вторичной природе. Это уже созданные активы (включая права), которые переходят из рук в руки. Капитал, овецищенный в таких активах, меняет своих владельцев, увеличивает свою стоимость, но этот капитал заново не создается. Поэтому часто альтернативные инвестиции (коллекции предметов искусства, вин и т.п.), хотя они и имеют вещественную форму, относят к финансовым инвестициям. Еще одна нередко отмечаемая особенность реальных инвестиций — их низкая ликвидность, невозможность быстро превратиться в деньги. Финансовые инвестиции отличаются большей ликвидностью.

Формы и содержание инвестиционных проектов могут быть самыми разнообразными — от плана строительства нового предприятия до оценки целесообразности приобретения недвижимого имущества. Во всех случаях, однако, присутствует временной лаг (задержка) между моментом начала инвестирования и моментом, когда проект начинает приносить прибыль.

К *финансовым вложениям* Росстат относит затраты на приобретение ценных бумаг (акций, корпоративных и государственных облигаций), взносы в уставный капитал и займы другим компаниям, вложения в активы денежного рынка (валюта, депозиты, межбанковские и коммерческие кредиты и др.). Среди финансовых инвестиций выделяют прямые и портфельные.

Прямые (стратегические) инвестиции — участие в собственности компании в объеме не менее 10% акционерного капитала. **Портфельные**

инвестиции — это инвестиции в ценные бумаги компании, объем которых составляет менее 10% акционерного капитала. **Интеллектуальные инвестиции** — инвестиции в создание интеллектуального капитала компании (нематериальных активов): прав на инновационные разработки, создание систем управления и т.п.

Инвестиционные решения компании традиционно диагностируются по изменению статей баланса (рост или снижение материальных и нематериальных активов, изменения долгосрочных финансовых вложений (*long term investment, LTI*)). Еще один источник информации по инвестиционным решениям компании — отчет о движении денежных средств. В этом документе отдельно выделено инвестиционное направление деятельности компании (вторая деятельность после операционной) и показаны оттоки денежных средств на покупку других компаний (покупка доли собственности или имущественного комплекса), создание новых реальных активов (*purchases and construction of property, plant and equipment*), а также притоки денежных средств от продажи долгосрочных активов (*proceeds from sale of property, plant and equipment, from sale of investments*). В ряде случаев в отчете (по международным стандартам) одной строкой отражаются оттоки на создание материального основного капитала — так называемые капитальные затраты (*capital expenditures, CAPEX*), а также несколькими строками — оттоки по финансовым инвестициям (*long term investment*) и инвестициям в создание интеллектуального капитала (*purchased intangible assets*).

В благоприятный период экономического развития для российского рынка (2003—2007) наблюдались достаточно высокие темпы роста реальных инвестиций — порядка 11—13% в год. Однако по сравнению с быстрорастущими стратами мира объем инвестиций находится на крайне низком уровне (их доля в ВВП всего лишь 17%). Рост финансовых вложений российских компаний существенно опережает реальные инвестиции. Например, за 2006 г., по данным государственной статистики, финансовые вложения превысили реальные инвестиции организаций в 5 раз. В некоторых секторах экономики финансовые инвестиции минимальны (например, энергетика), но государственная статистика фиксирует и такие сферы деятельности с большими денежными потоками, в которых происходит перераспределение созданных денежных средств в основной деятельности на приобретение долей в других предприятиях, часто непрофильных по отношению к рассматриваемой компании (нефтедобыча, металлургия, нефтепереработка и нефтехимия).

13.2. Управление инвестиционной деятельностью компании: от выделения инвестиционных проектов к сбалансированной инвестиционной программе

Концепция управления стоимостью предполагает, что инвестиции компании реализуются не хаотично, спонтанно, а в рамках выбираемой корпоративной стратегии и поддерживающей ее инвестиционной политики. При этом каждое инвестиционное решение тестируется на предмет наращивания стоимости компании. Наиболее продуктивный путь такого тестирования — применение проектного подхода к инвестиционным решениям. Под *проектом* понимается *комплекс взаимосвязанных мероприятий, предназначенных для достижения поставленных целей в течение ограниченного периода времени и при установленном бюджете*.

Инвестиционный проект компании фиксирует комплекс мероприятий и их денежную оценку для создания активов (капитала) фирмы и достижения долгосрочных корпоративных целей. Выделяют коммерческие инвестиционные проекты, цели которых могут быть выражены в терминах наращивания учетной или экономической прибыли, роста денежного потока, а также некоммерческие и социально ориентированные инвестиционные проекты, цели которых лежат в области создания социального капитала или разнообразных выгод стейкхолдеров компании, которые невозможно оценить в денежной форме (безопасность и комфортность труда, экологическая или национальная безопасность и т.п.). При этом некоммерческие проекты (не ставящие в явном виде цель получения дополнительных денежных выгод) могут и не носить социально ориентированный характер. Например, это проекты обеспечения секретности операций, происходящих в компании, медиапроекты производственных или торговых компаний.

Цели, формы и содержание инвестиционных проектов отличаются большим разнообразием — от замены оборудования на более экономное до строительства нового имущественного комплекса и покупки контроля. Однако во всех случаях присутствует временной лаг (задержка) между моментом начала инвестирования и периодом, когда проект начинает приносить денежные выгоды (прибыль и чистый денежный поток). Часто проекты покупки контроля, приводящие к объединению бизнесов через поглощения или слияния, рассматривают отдельно от проектов создания материальных активов. Это связано со специфическими проблемами оценки затрат (как собственно на по-

купку, так и на процесс интеграции бизнес-культур и моделей бизнеса) и дополнительных выгод, получаемых от объединения (диагностирования синергии).

Набор рассматриваемых или принятых к реализации и уже исполняемых инвестиционных проектов формирует возможный или осуществляемый *инвестиционный портфель организации*. Общая величина инвестиционных оттоков, которая запланирована на текущий год, трактуется как инвестиционная программа года. Данная программа позволяет увидеть срез инвестиционных проектов и других инвестиционных оттоков на конкретный момент времени и показать увязку инвестиционных оттоков по годам. Как правило, компании «старой экономики» рассматривают и принимают инвестиционные программы сроком на три-семь лет.

Тестирование каждого инвестиционного решения на предмет экономической эффективности (сопоставления затрат и результатов) и наращивания стоимости может оказаться достаточно дорогостоящим процессом. Не любые оттоки или притоки по инвестиционной деятельности компаний трактуются как инвестиционный проект, обычно речь идет о 40—60% средств инвестиционного бюджета. И в этом часто финансовые директора и аналитики видят большой недостаток, так как собственникам бывает сложно объяснить, куда делись остальные средства. Обычно компании рассматривают инвестиционные предложения в качестве инвестиционного проекта, т.е. подают заявку, оформленную как проект, прописывают мероприятия с календарным графиком при следующих условиях:

- когда есть альтернативность в создаваемых активах (например, можно реализовывать стратегию роста компании «Балтика» через строительство пивоваренного завода в Новосибирске, а можно развивать логистические цепи и возить производимую в г. Санкт-Петербурге продукцию по стране);
- четко фиксируются цели, для достижения которых осуществляются инвестиционные оттоки (например, требуется за два года занять рыночную нишу), когда важно согласовать поставленные перед проектом цели с общей стратегией компании;
- необходимы существенные инвестиционные оттоки на протяжении ряда лет, что приводит к подвижкам в финансовых решениях компании, например, предполагает отказ от дивидендных выплат, привлечение внешних (заемных или собственных) источников финансирования, а значит, предприятию придется выходить на внешний рынок капитала, доказывать инвесторам эффективность принимаемого решения и выгоды для них;

- решение требует существенных подвижек в функциональных стратегиях (например, маркетинговой, по работе с персоналом), имеют место противоречия интересов между участниками процесса реализации инвестиционного решения (например, внедрение информационных систем может существенно сократить количество занятых в различных подразделениях компании или потребовать от них новых компетенций, а значит, и затрат на их создание);
- инвестиционное решение предполагает реализацию ряда мероприятий, которые не осуществлялись ранее, являются уникальными для компании и даже для рынка (например, выход на новые рынки (географические или продуктовые), создание инновационной продукции);
- инвестиционное решение затрагивает интересы ряда подразделений компании, может существенно изменить финансовые показатели по различным бизнес-направлениям (например, инвестиции в «зонтичный» бренд).

Таким образом, чаще всего как инвестиционные проекты анализируются крупные (составляющие не менее 10% от имеющихся активов) инвестиционные оттоки, предполагающие привлечение заемных денег или внешнего собственного капитала.

Целесообразно также рассматривать в терминах инвестиционных проектов решения по продаже крупных активов (особенно если требуется одобрение совета директоров или собрания акционеров) или выделении бизнес-сегментов.

Обособленное выделение и рассмотрение инвестиционных оттоков, которые реализуются в рамках уже принятых ранее решений или являются по сути типичными, повторяемыми (например, замена выбываемого оборудования в рамках ранее согласованного плана обновления парка), обычно не проводятся. Нередко из-за этого возникают существенные инвестиционные оттоки в виде «неопознанного слива», когда значительные денежные средства расходуются в рамках инвестиционного бюджета бесконтрольно. Компании по-разному пытаются решить данную проблему. Так, для рассмотрения инвестиционных проектов и программ создается специальный орган из ключевых сотрудников разных подразделений — инвестиционный комитет. Нередко ключевое решение ищется в централизации денежных потоков и планировании инвестиционных оттоков по схеме «сверху вниз» (рис. 13.2).

Реализация инвестиционной деятельности по схеме «снизу вверх» предполагает формирование проектов и инвестиционных программ

на уровне подразделений (бизнес-единиц) и последующее разделение планируемых инвестиционных средств между ними. В ряде случаев имеет место аукцион по распределению инвестиционных средств между заинтересованными сторонами компании (подразделениями, филиалами и т.п.). Так как зачастую критерии для полного финансирования выставленных на низовых уровнях управления заявок не обозначены достаточно четко, то концентрация на стратегических решениях не всегда реализуется. Победителями в получении финансирования на инвестиционные цели нередко становятся подразделения с сильным руководителем (обладающим авторитетом или переговорными способностями).

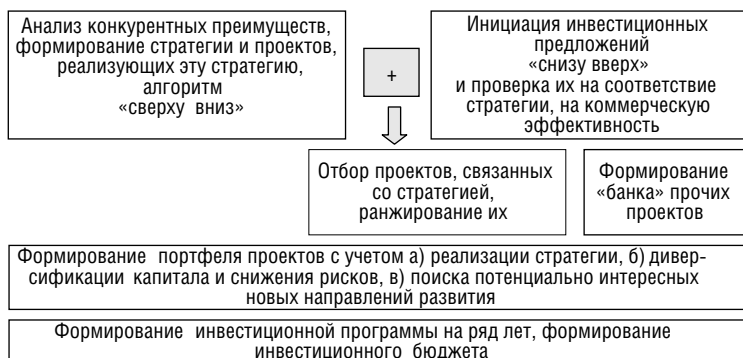


Рис. 13.2. Два возможных варианта инициации инвестиционных проектов и отбора их в программу «сверху вниз»

Подход «сверху вниз» позволяет решить несколько важных задач в управлении инвестиционной деятельностью компании:

- поставить под контроль большую часть инвестиционных оттоков и минимизировать внешнее привлечение капитала;
- ориентировать инвестиционную деятельность на реализацию стратегических задач, выявленных через анализ конкурентной позиции компании и ее отдельных подразделений, а не на «затыкание дыр»;
- наглядно показать рыночным инвесторам планы компании.

Инициация инвестиционных предложений и формирование инвестиционных проектов в рамках схемы «сверху вниз» может происходить как в низовых подразделениях (на низших уровнях управления), так и в руководстве компании через сопоставление разных вариантов развития предприятия и поиск новых конкурентных преимуществ. А вот сопоставление и отбор проектов в программу, выделение источ-

ников финансирования реализуется силами специально созданного подразделения по стратегическому развитию в соответствии с корпоративными целями.

Утверждение инвестиционной программы и бюджета — прерогатива собственников (например, совета директоров), которые рассматривают разработанные менеджментом варианты инвестиционных программ и выбирают ту, которая в лучшей степени соответствует корпоративной стратегии и увязанным с ней функциональным стратегиям (финансовой, маркетинговой и т.п.). Это связано с тем, что инвестиционные решения в наибольшей степени влияют на текущие денежные выгоды от владения собственностью и на перспективы получения выгод в будущем.

Еще одна причина делегирования именно собственникам принятия инвестиционной программы — наиболее частые проявления агентских конфликтов и агентских затрат именно в области инвестиционной деятельности. В успешных компаниях разрабатываются согласованные с собственниками положения и регламенты по инициации, анализу, ранжированию и отбору коммерческих и некоммерческих проектов и предложений. Для устранения предвзятости прогнозных оценок и сглаживания конфликта интересов нередко привлекаются внешние эксперты. Следует иметь в виду, что процесс прединвестиционного анализа зачастую бывает высокзатратным, исследование рынка, построение финансовой модели проекта с прогнозными выгодами может составлять 30—40% затрат инвестиционной стадии.

Денежная оценка инвестиционных решений, согласованная с планируемыми источниками финансирования во временном разрезе, формирует *инвестиционный бюджет компании*. Инвестиционный бюджет объединяет бюджет капитальных вложений (т.е. сбалансированных по источникам финансирования средств, направляемых на увеличение или изменение структуры основного капитала, представленного материальными активами (создание недвижимого имущества, модернизация оборудования и т.п.), и бюджет финансовых вложений (отражающий средства на покупку долей в других компаниях, инвестирование в ценные бумаги).

Инвестиционная политика — составная часть общей корпоративной стратегии компании, которая заключается в инициации, ранжировании и отборе с последующей реализацией эффективных направлений расширения и обновления основного капитала предприятия.

При разработке инвестиционной политики учитываются не только состояние основных средств, наличие денежных ресурсов, но и подвижки в рыночной среде (поведение покупателей, поставщиков, конкурентов и т.п.).

13.3. Бизнес-аналитика инвестиционных предложений

Аналитика инвестиционных предложений начинается с анализа внешнего окружения (стратегических факторов, оказывающих влияние на отбор инвестиционных предложений) и внутренних возможностей компании¹. Приведенная ниже шпаргалка-вопросник поможет реализовать первый этап аналитики инвестиционных проектов.

Стратегические вопросы:

- в каком направлении будет развиваться компания в долгосрочной перспективе;
- какие мероприятия необходимы для максимизации стоимости акционерного капитала и рыночной оценки всей компании;
- каковы стратегические приоритеты данного бизнеса;
- каковы источники конкурентного преимущества компании в определенных сегментах рынка;
- какие требования к отдаче на вложенные средства у владельцев финансового капитала компании;
- какие инвестиции ждет рынок (нефинансовые стейкхолдеры).

Финансовые вопросы:

- к достижению какой рыночной стоимости стремится компания (какими темпами);
- каковы финансовые прогнозы на следующий год и в долгосрочной перспективе;
- какова оптимальная структура капитала и соответствующая ей стоимость капитала для компании;
- каков может быть размер инвестиционного бюджета (отдельно — бюджета капитальных вложений).

Рассматривая инвестиционные предложения, обычно представленные в форме инвестиционного проекта, т.е. с указанием целей, задач, которые необходимо решить, набором мероприятий, инвестиционных оттоков для их реализации, аналитик также должен ответить на следующие вопросы.

- Является ли проект результативным, т.е. позволяют ли сформулированные мероприятия достичь поставленных целей?

¹ Систематизацию информации, прорабатываемой в ходе предынвестиционных исследований, можно найти в рекомендациях ЮНИДО (Организация ООН по проблемам промышленного развития). Структура представляемой информации для привлечения финансирования соответствует стандартной структуре бизнес-плана инвестиционного проекта.

- Насколько сформулированные в проекте цели соответствуют стратегии развития компании? Какие конкурентные преимущества имеет этот инвестиционный проект (эта бизнес-идея, подкрепленная бизнес-моделью)? Заметим, что данный вопрос в рассмотрении инвестиционных предложений, к сожалению, часто упускается. Возможно, причина кроется в восприятии инвестиционного аналитика компании как счетовода, учетчика. Следует помнить, что финансовые оценки, цифры могут быть существенно искажены некорректным подбором информации и ее обработкой. Инвестиционный проект, будучи расчетно-привлекательным (на бумаге), на самом деле может оказаться пустышкой. Важно на качественном уровне выявить и обозначить выгоды, которые он создает для компании и отдельных заинтересованных сторон (например, инициаторов, владельцев финансового капитала).
- Как долго компания сможет получать денежные выгоды по проекту (в результате сделанных инвестиционных оттоков), на каком временном периоде будет иметь место положительная величина операционных денежных средств (*OCF*)? Ответ дается в терминах срока жизни проекта. В зависимости от сферы деятельности и специфики инвестиционного предложения аналитики используют различные оценки: о сроке жизни (физическом и моральном износе) ключевых долгосрочных активов; спросе на выпускаемый продукт (услугу); барьерах, которые защищают конкурентные преимущества компании и позволяют зарабатывать повышенную доходность. Аналитики различают срок жизни проекта, его срок окупаемости и экономический срок жизни. Эти оценки будут рассмотрены далее.
- Как будут вести себя во времени денежные поступления и текущие оттоки (операционные затраты)? В какие моменты времени будет иметь место «кассовый разрыв», т.е. невозможность денежными поступлениями и накоплениями покрыть оттоки? Аналитик прогнозирует поток операционных (чистых) денежных средств (*net cash flow*, *NCF*).
- Какие риски сопряжены с реализацией инвестиционного проекта? Насколько финансовые и технические характеристики проекта чувствительны к изменению окружающей среды и поведению участников (исполнителей, владельцев капитала)?

Ответы на вышеприведенные вопросы часто представляются в виде бизнес-плана проекта (табл. 13.1), где наряду с техническими характеристиками предложения, описанием бизнес-среды, бизнес-модели

проекта, акцентированием внимания на конкурентных преимуществах идеи проекта и иницилирующей его компании представлены финансово-экономические оценки эффективности инвестирования. Суть разработки бизнес-плана — сжатое представление всей информации о проекте, позволяющей лицу, принимающему решение о вхождении в состав участников проекта (чаще всего речь идет об инвесторах), сделать заключение о целесообразности (или нецелесообразности) вложения денег или иных ресурсов. Типичные группы участников инвестиционного проекта, имеющие собственные интересы и прямым образом влияющие на ход реализации проекта: инициаторы, инвесторы (владельцы долевого и долгового капитала), менеджмент, исполнители (например, субподрядчики).

Таблица 13.1

**Типичная структура бизнес-плана
инвестиционного проекта**

№ п/п	Этапы	Краткая характеристика
1	Бизнес-идея и ее инициаторы	Краткое описание бизнес-идеи (какие рынки затрагивает, на какую группу потребителей рассчитана и т.п.) и предполагаемых целей. Информация об инициаторах проекта, их интересах
2	Анализ внешней среды	Результаты маркетинговых исследований (акцент на конкурентах, объеме и темпах роста рынка основных продуктов проекта). Оценка рынка труда по ключевым компетенциям, необходимым для реализации проекта
3	Внутренняя среда проекта	Описание технологии. Обоснование организационно-правовой формы реализации бизнес-идеи. Обоснование структуры управления и управленческих технологий, построение дерева целей и задач по уровням управления. Фиксация ключевых нефинансовых показателей решения задач и достижения целей на временной шкале
4	Анализ рисков	Рассмотрение технологических, законодательных, политических, операционных и других рисков и способов их страхования (хеджирования). Оценка реализуемости проекта (возможности достижения целей)

Окончание

№ п/п	Этапы	Краткая характеристика
5	Экономическое обоснование инвестирования	<p>Построение финансовой модели проекта (денежная оценка инвестиционных затрат, текущих выгод, срока жизни проекта).</p> <p>Расчет показателей экономической эффективности (например, срока окупаемости, внутренней нормы доходности, точки безубыточности и т.п.).</p> <p>Сопоставительный анализ различных вариантов реализации бизнес-идеи (сопоставление бизнес-моделей или альтернативных вариантов решения отдельных задач)</p>
6	Оценка финансовых аспектов	<p>Анализ жизнеспособности проекта (возможности своевременного погашения обязательств).</p> <p>Обоснование потребности в заемном капитале, в привлечении собственного капитала с внешнего рынка.</p> <p>Рассмотрение различных схем погашения займов.</p> <p>Оценка эффективности участия в проекте разных групп инвесторов</p>

Сводя вместе ответы на указанные выше ключевые вопросы, аналитик стремится получить интегрированную оценку эффективности инвестиционного проекта, которая учитывала бы эффект создания стоимости для финансовых инвесторов и другие выгоды. Данная оценка выстраивается с учетом прогнозируемых инвестиционных оттоков, чистых денежных поступлений и рисков, которые делают этот прогноз неустойчивым, негарантированным.

Оценка риска может закладываться непосредственно в интегральную оценку, например, в самом простом виде, через корректировку базовой ставки дисконтирования, а может рассматриваться отдельно как самостоятельная проекция оценки. Из-за невозможности сведения всех создаваемых проектом эффектов в единую интегральную оценку аналитики нередко представляют на суд инвестиционного комитета компании, а затем и совета директоров инвестиционный проект в разрезе нескольких проекций (оценок эффекта), например с выделением проекции финансов, риска, вклада в развитие персонала, в социальный капитал или защиту окружающей среды.

Жизнеспособность проекта заключается в возможности поддержания платежеспособности в выделенные моменты времени и принципиальной доступности источников финансирования (включая наличие ликвидных активов).

13.4. Финансовые методы оценки инвестиционных решений: первое приближение

Главная задача проведения оценки реализуемости и эффективности инвестиционных решений (проектов) — ранжировать их по предпочтительности относительно целей компании. Важный момент при сопоставлении проектов по критерию экономической эффективности — выделение коммерческих и некоммерческих инвестиций. Ранжирование коммерческих проектов реализуется по инвестиционной привлекательности, которая учитывает как номинально создаваемый эффект, так и уровень принимаемого участниками инвестирования риска. Ранжирование некоммерческих проектов строится по иным критериям, и поэтому недопустимо сопоставлять разные по целевой направленности проекты.

Существует ряд следующих характеристик инвестиционных проектов, которые должны быть учтены при проведении сопоставлений:

- альтернативные варианты достижения целей;
- экстернальные (дополнительные) выгоды или потери при принятии проекта;
- опционные характеристики инвестирования (т.е. дополнительные управленческие возможности, например, возможности переноса сроков вложения денег, права на досрочный выход из проекта и т.п.).

Управленческий прием, часто применяемый для корректного ранжирования проектов и включения их в программу, — отнесение проектов к различным категориям (присвоение метрик). Пример присвоенных метрик: «Проект обязательный, безальтернативный, без экстернальных характеристик и опционных возможностей». Типично выделяемые метрики:

«Проект обязательный (например, удовлетворение экологических требований, требований по безопасности труда или потребления продукции (услуги))» — «Проект необязательный»;

«Альтернативный проект к текущей деятельности компании и другим рассматриваемым проектам» — «Независимый проект» — «Взаимодополняющий проект»;

«Проект, имеющий опционные характеристики» — «Проект, не имеющий опционных характеристик».

Проекты трактуются как независимые, если решение о принятии одного из них не влияет на решение о принятии другого. Альтернативные (взаимоисключаемые) проекты не могут быть реализованы

одновременно, именно среди них осуществляется отбор в инвестиционный портфель. Еще одна важная черта, которая учитывается при формировании инвестиционной программы, — комплементарность проектов, когда принятие одного из них меняет денежные потоки другого.

В зависимости от полученных метрик к проектам применяются различные приемы анализа и оценки. Например, для стратегически важного, безальтернативного проекта расчет экономической эффективности не важен и часто не применяется на практике. Для дополняющих проектов обязателен учет приростных эффектов по другим проектам или текущей деятельности.

В реализации проекта часто выделяют несколько стадий (фаз), для каждой из которых нужны свои аналитические показатели эффективности. Традиционно выделяют четыре стадии:

- предынвестиционная, на которой предъявляются самые высокие требования к изучению рынка, соотнесению стратегии компании и реализуемого проекта, экономической оценке коммерческих проектов;
- инвестиционная, на которой осуществляются инвестиционные оттоки;
- эксплуатационная, на которой имеет место поступление денег (по выручке) от инвестиционных затрат;
- завершающая, когда падает жизнеспособность проекта и на основе принятия решения о его прекращении осуществляется выход из проекта (с возможной продажей активов, реализацией компенсационных мероприятий).

Наиболее важным является принятие решений на предынвестиционной стадии, поскольку выход из реальных инвестиций достаточно затратен, а часто и вовсе невозможен.

Для корректного отражения затрат и выгод от инвестиционного решения используется прием построения финансовой модели инвестиционного проекта. Элементы финансовой модели показаны на рис. 13.3.

Оценка создаваемых инвестиционным проектом эффектов может осуществляться с помощью нескольких показателей. Компании редко используют одну оценку, обычно система показателей характеризует вклад проекта в создание стоимости компании, оценку жизнеспособности самого проекта (возможность погашения обязательств, в первую очередь — операционных затрат), влияние на платежеспособность компании, реализующей проект.

Часто применяется двухэтапный алгоритм анализа (рис. 13.4).



Рис. 13.3. Общая архитектура финансовой модели инвестиционного проекта (портфеля проектов)

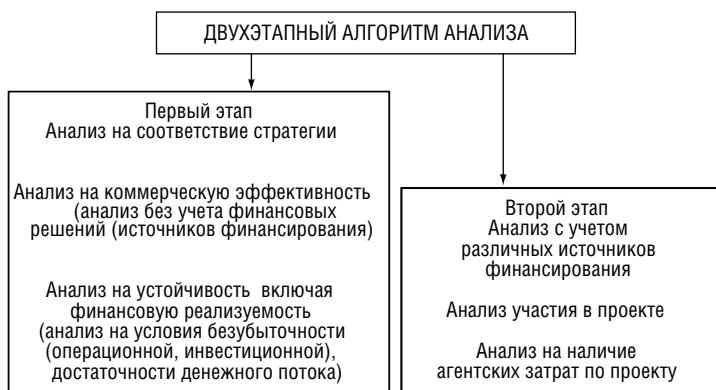


Рис. 13.4. Аналитика инвестиционных решений компании (проверка на эффективность и финансовую реализуемость)

На первом этапе (иногда трактуемом как экспресс-оценка) оцениваются общая коммерческая эффективность проекта, бюджетная эффективность и социальные эффекты. Далее проверяется жизнеспособность проекта. На данном этапе общий объем инвестиций (вне зависимости от источников финансирования) сопоставляется с денежными выгодами и ищутся ответы на вопросы: насколько эти выгоды

достаточны для компенсации самой суммы инвестиций и принимаемого операционного риска?

На втором этапе проводится подробный анализ с выделением эффектов, которые получают отдельные участники проекта, прежде всего собственники и кредиторы. Поэтому этот этап получил название «Оценка участия». Часто для различных участников вводятся свои критерии эффективности, формируемые на базе субъективных восприятий. На данном этапе также анализируется риск, дается его количественная оценка и прорабатываются механизмы защиты от ключевых факторов риска (страхование, хеджирование, покупка информации и т.п.).

Для оценки эффективности инвестиций используются различные методы, которые можно разделить на три группы: традиционные (выстраиваемые на учетной модели финансового анализа компании), классические (общепринятые в современных финансах) и нестандартные. Классические методы базируются на современном инструменте финансового анализа — модели дисконтированных денежных средств (или дисконтированного потока денежных средств — *DCF*), которая изначально применялась для оценки рыночной стоимости (инвестиционной, фундаментальной) финансовых активов рынка (акций, облигаций), а позднее стала использоваться для оценки инвестиционных проектов компании, объектов недвижимости и функционирующего бизнеса.

К достоинствам *DCF*-подхода следует отнести его доступность и понятность широкому кругу пользователей (собственников капитала и менеджеров), прозрачную логику, относительную простоту вычислений и наличие специального программного обеспечения для облегчения расчетов.

Однако указанный подход не лишен недостатков. Прежде всего он не позволяет адекватно учесть *гибкость управленческих решений* и поэтому плохо работает для проектов (отраслей) с высокой степенью неопределенности. В *DCF*-подходе предполагается, что стратегия реализации бизнес-идеи (проекта) фиксируется в момент начала инвестирования и далее не меняется. Заметим, что чем больше свобода в изменении траектории развития у компании и менеджеров, тем дальше получаемая *DCF*-методом оценка от реальной картины. Кроме того, для конкретных вычислений требуются параметры, которые не всегда легко поддаются оценке, поэтому результаты *DCF*-анализа часто носят большую долю субъективности.

К нестандартным методикам оценки можно отнести метод реальных опционов (*real options method, ROV*). Опционный подход во многих ситуациях обладает преимуществами по сравнению с подходом *DCF*.

Он позволяет учитывать дополнительную ценность управленческой гибкости и количественно отразить потенциал будущего роста. Поэтому концептуально *ROV* больше соответствует особенностям ситуации принятия решения в условиях неопределенности и задачам стратегического управления компаний.

В рамках концепции управления стоимостью (*IBM*) инвестиционный проект трактуется как эффективный, если чистый денежный поток (при оценке коммерческой эффективности — поток по операционной деятельности), генерируемый инвестиционными оттоками, достаточен:

- для возврата (или окупаемости) вложенных средств;
- жизнеспособности (ликвидности и платежеспособности), т.е. не порождает ситуацию невозможности расплатиться по обязательствам;
- компенсации инвестиционного и кредитного риска владельцев финансового капитала, т.е. если он обеспечивает требуемую норму отдачи на вложенный капитал.

При проведении финансового анализа инвестиционных проектов важно соблюдать несколько общих принципов:

- построение финансовой модели инвестиционного проекта с учетом интересов заказчиков и целей инвестирования (например, выбор между построением прогнозов денежных выгод в рублях или иной валюте, выбор шага анализа (месяц, квартал, год), показателя текущего эффекта (прибыль или денежный поток), критерия оценки инвестиции);
- учет только предстоящих затрат и выгод (отсечение невозвратных затрат (*sunk costs*), рассмотрение вкладываемых ресурсов с учетом их альтернативной стоимости);
- последовательность в учете изменения цен (инфляции), т.е. прогнозируемые затраты и выгоды могут учитываться как в фиксированных ценах, так и с учетом их динамики (так называемые номинальные денежные потоки);
- обеспечение сопоставимости условий реализации для альтернативных проектов или различных вариантов осуществления одного проекта (например, по сроку жизни проекта);
- обеспечение сопоставимости инвестиций и получаемых эффектов (так называемый принцип «приростных денежных потоков»). Так как инвестиционные затраты можно рассматривать как величину прироста вложенного в компанию капитала, то и сопоставляться с ними должны приростные эффекты в денежном потоке (и прибыли).

Пример. Менеджмент компании с активами (вложенным капиталом) 1000 денежных единиц рассматривает инвестиционное предложение, требующее затрат в создание основного и постоянного оборотного капитала в размере 1000 денежных единиц (т.е. это крупный инвестиционный проект, удваивающий активы компании). В результате годовая выручка компании увеличится с 2000 денежных единиц в год до 2800, а маржа операционной прибыли по новому производству составит 70 вместо 40%.

Сопоставлять инвестиции в 1000 денежных единиц с выручкой 2800 и операционной прибылью некорректно. Сопоставляться должны инвестиции в 1000 денежных единиц с приростной выручкой и приростной прибылью, а точнее — с приростным денежным потоком, в котором учитываются также особенности конвертации прибыли в живые деньги. Таким образом, 1000 денежных единиц инвестиций должны сопоставляться с приростной ежегодной прибылью в 560 единиц на временном отрезке жизни проекта (как один из возможных упрощающих вариантов — на бесконечном временном горизонте).

Обеспечение соответствия нормативов принятия проекта общерыночной ситуации и рискам инвестирования. Например, учет в задаваемом нормативном сроке окупаемости проекта стоимости денег на рынке.

Пример. Менеджмент компании с активами (вложенным капиталом) 1000 денежных единиц и со структурой капитала «50 на 50» (финансовый рычаг как отношение заемного капитала к собственному равен единице) рассматривает инвестиционное предложение о расширении бизнеса (операционные риски не меняются), требующее затрат в создание основного и постоянного оборотного капитала в размере 1000 денежных единиц. Эти инвестиции финансируются исключительно заемным капиталом со ставкой 16% годовых. Выбирать 16% годовых как ставку дисконтирования для приростных денежных потоков некорректно, так как не учитывается возрастающий из-за увеличения финансового рычага компании риск собственников. Следует оценить новую требуемую ставку доходности по собственному капиталу, учесть изменение весов капитала и рассчитать новую барьерную ставку для капитала компании как *WACC*.

Отражение денежных затрат и выгод в момент их получения (т.е. рассмотрение не прибыли, а входящих и исходящих денежных потоков). В анализе инвестиционных решений учитываются следующие важные показатели денежного потока:

- инвестиционные оттоки, связанные с созданием основного и оборотного капитала для реализации целей проекта. При расчете инвестиций в основной капитал учитывается не только цена приобретаемых активов, но и затраты на доставку, монтаж, наладку. При отражении инвестиций в оборотный капитал принимается в расчет срок оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженности, необходимые для реализации проекта запасы;
- годовой чистый денежный поток как разность между поступлением денежных средств по операционной деятельности и операционными оттоками, включая налоговые платежи (но без отражения обязательств по заемному капиталу);
- завершающий поток проекта, учитывающий ликвидационную стоимость активов, затраты на завершение проекта, а также высвобождаемый чистый оборотный капитал и налоговые оттоки, если активы реализуются по цене, превышающей их остаточную стоимость на момент продажи, налоговую экономию (налоговый щит), если активы реализуются по цене меньшей, чем их остаточная стоимость на момент продажи.

Графическое представление притоков и оттоков в рамках инвестиционного проекта часто осуществляется в виде простой схемы: «вершки и корешки», когда отрицательные инвестиционные оттоки показаны на временной шкале как «корешки», а чистые денежные потоки (обычно положительные) как «вершки» — выгоды от инвестирования (рис. 13.5).

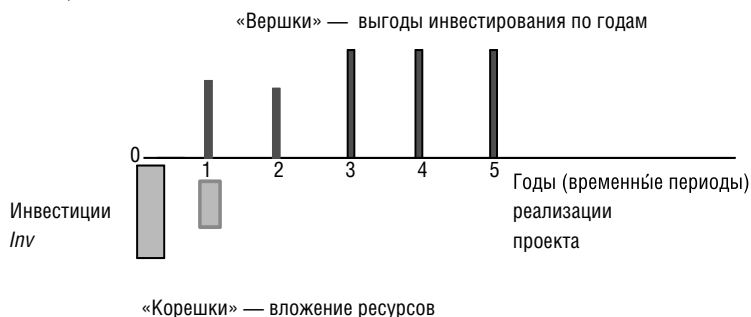


Рис. 13.5. «Вершки и корешки» инвестиционного проекта

На рисунке показан стандартный денежный поток по проекту, когда за периодом инвестиционных затрат как отрицательных потоков следует поток положительных выгод. Однако ряд проектов порождает нестандартные денежные потоки. Например, на заключительном этапе реализации проекта могут потребоваться существенные отто-

ки, связанные с его завершением (например, по ресурсодобывающим проектам затраты на рекультивацию земель).

Для правильного выбора критерия экономической эффективности и ранжирования проектов важно четко понимать стандартность или нестандартность потоков по проекту.

В рамках учетной модели финансового анализа наиболее популярными «учетными» аналитическими показателями инвестиционных проектов являются срок окупаемости, или период возврата инвестиций (*payback period, PBP*), и *средняя учетная (бухгалтерская) доходность (average accounting return, AAR)*, иногда трактуемая как учетная отдача на инвестированный капитал. Эти оценки базируются на принципах бухгалтерской модели анализа, не требуют учета временной стоимости денег, не включают в себя явный учет риска. Причина частого обращения к этим методам заключается в акценте на сохранении ликвидного и платежеспособного положения компании. Ведь чем меньше срок окупаемости, тем быстрее вернутся в виде денежных средств инвестиционные оттоки и риск потери платежеспособности для компании будет меньше. Для компаний с низкой ликвидностью и высокими рисками потери платежеспособности принципиально важно отслеживать сроки окупаемости принимаемых проектов.

Средняя бухгалтерская доходность, или простая норма прибыли, рассчитывается как текущая годовая доходность по инвестиционному проекту с учетом созданных по проекту активов и прогнозируемой типичной годовой посленалоговой операционной прибыли. Критерий хорошего проекта — превышение доходности активов над целевой нормой доходности. Для расчета средней доходности фиксируется типичная прибыль по бухгалтерскому учету (прибыль года с максимальным задействованием мощностей или средняя прибыль для большего числа лет жизни проекта) и среднегодовое значение активов, созданных инвестиционным проектом и используемых для достижения поставленных проектом целей.

Целевым коэффициентом доходности, с которым сопоставляют рассчитанное по проекту значение *ARR*, могут являться разные показатели: доходность действующего бизнеса; доходность капитала по компании-аналогу; среднеотраслевая величина отдачи на капитал (*ROC*).

Правило данного метода: проект принимается, когда $ARR >$ Целевого коэффициента доходности.

Существует несколько алгоритмов расчета *ARR*.

Первый вариант расчета *ARR*. Основан на отношении среднегодовой посленалоговой величины операционной прибыли, полученной

от вложенных денег, к средней величине задействованных по проекту активов с учетом остаточной или ликвидационной стоимости первоначальных инвестиций:

$$ARR = \frac{\text{Среднее значение прибыли по проекту}}{\text{Среднее значение активов по проекту}}.$$

Средняя величина активов (A_{cp}) может быть рассчитана как:

$$A_{\text{cp}} = \frac{\text{Активы на начало осуществления проекта} + \text{Активы на конец периода}}{2},$$

или

$$A_{\text{cp}} = \frac{\text{Инвестиционные затраты} - \text{Ликвидационная стоимость}}{2}.$$

Второй вариант расчета ARR . Предполагает расчет отдачи по капиталу для «типичного года функционирования проекта». Например, прибыль фиксируется по году использования активов на полную проектную мощность.

Пример. Компания X , работающая на показателе отдачи по капиталу (ROC) 20% годовых, рассматривает инвестиционный проект с 10-летним сроком жизни. Первоначальные инвестиции составляют 2 млн дол. Срок реализации проекта совпадает со сроком полезного использования имущества, метод амортизации — линейный. Ликвидационная стоимость оборудования — 100 тыс. дол. Шаг анализа проекта — год. Данные по прибыли по годам приведены в табл. 13.2.

Таблица 13.2

Прибыль компании X

Показатель	Год									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Прибыль, тыс. дол.	200	250	350	350	400	500	550	500	450	500

Из приведенных в таблице данных следует, что среднее значение прибыли = 405 тыс. дол., а средняя величина активов составляет:

$$A_{\text{cp}} = \frac{2\,000\,000 - 100\,000}{2} = 950\,000,$$

$$\text{или } ARR = \frac{405\,000}{950\,000} = 0,43 = 43\%.$$

Так как расчетное значение доходности активов по проекту (43%) превышает целевое значение (20%), то проект может быть принят по критерию бухгалтерской доходности.

Срок (период) окупаемости (*PBP*) рассчитывается как минимальный временной интервал, за который инвестиционные оттоки покрываются чистыми денежными поступлениями. Расчет срока окупаемости предполагает оценку именно денежных потоков (*CF*), а не прибыли. Денежные потоки должны быть привязаны к временным моментам. Часто рассматриваются годовые или месячные промежутки, так как предполагается, что денежные потоки приходятся на их конец. Типичная упрощенная модель анализа: все инвестиции осуществляются в начале периода (в момент времени $t = 0$), а поступление денежных средств приходится на его конец (через период).

Общая формула расчета показателя *PBP*:

$$PBP = \min n,$$

$$\text{при котором } \sum CF_n \geq CF_0,$$

где n — ожидаемый срок жизни проекта;
 CF_n — денежный поток по годам n ;
 CF_0 — инвестиционный денежный поток.

Заметим, что чем длиннее период инвестиционной фазы, тем выше расчетный период окупаемости.

Срок окупаемости (*PBP*). Экономический смысл показателя *PBP* заключается в определении периода времени, за который обобщенный инвестор может вернуть вложенный капитал. Срок окупаемости — это точка безубыточности проекта по временной шкале. Напомним, что на первом этапе анализа рассматривается обезличенный капитал (рассчитываются показатели коммерческой эффективности), поэтому соотношение во вкладываемом капитале собственных и заемных средств не учитывается, а при прогнозе денежных потоков не отражаются расчеты с кредиторами. Этот учет реализуется на втором этапе, когда может быть оценена окупаемость собственных средств с учетом величины заимствования и процентов по заемному капиталу.

В упрощенном виде (для постоянных по годам чистых операционных поступлений):

Период окупаемости = Период инвестиционной стадии проекта +
+ Инвестиционные затраты по проекту : Годовые операционные
денежные потоки по проекту.

Для расчета срока окупаемости для неравных по годам поступлений часто используется прием накопленного денежного потока.

Пример. Рассчитаем срок окупаемости для проекта со следующими денежными потоками (отрицательное значение — инвестиционные оттоки, положительное — чистые денежные поступления), приведенными в табл. 13.2.

Значение показателя *PBP* равно 5 годам, если расчет ведется с точностью до целого года (так как $\Sigma CF_{1-5} > CF_0$), или 4,11 года в случае точного расчета:

$$T = T_1 - \frac{\text{Накопленный поток на год } T_1}{\text{Чистый денежный поток в году } T_{1+1}} =$$

$$= 4 - (-8) : 72 = 4,11,$$

где T_1 — число лет до смены знака накопленных потоков.

Таблица 13.2

Расчет срока окупаемости (*PBP*) через накопленные денежные потоки

Показатель	Период по годам										
	0	1	2	3	4 (T_1)	5 (T_{1+1})	6	7	8	9	10
Денежные поступления (<i>NCF</i>), тыс. руб.	-200	30	45	50	67	80	90	95	105	105	110
Сальдо накопленного денежного потока	-200	-170	-125	-75	-8	+72	+162	+257	+362	+467	+577

Компании часто вводят *нормативные значения срока окупаемости*, и тогда метод принятия решений строится по сопоставлению расчет-

ной оценки и норматива. Если расчетный срок по проекту оказывается ниже нормативного, то проект трактуется как хороший и применяются дополнительные критерии оценки. При ранжировании проектов предпочтение отдается тому, у которого срок окупаемости ниже при соблюдении критерия сопоставления с нормативным сроком.

Нормативный срок окупаемости существенно зависит от сферы деятельности: для проектов открытия автозаправочных станций (АЗС) он часто принимается на уровне 6—7 месяцев, для офисных зданий — 4—5 лет, для гостиничных комплексов, жилых объектов он может достигать до 8—10 лет.

При установлении нормативного срока окупаемости инвестиций традиционно учитываются стоимость денег на рынке, срок жизни проекта и отрасль инвестирования. Чем дороже деньги (выше альтернативная доходность инвестирования), тем ниже устанавливаемый нормативный срок окупаемости.

Второй фактор, учитываемый при задании нормативного срока, — период жизни проекта, т.е. возможность проекта приносить денежные потоки. Для долго живущих проектов (со сроком жизни более 15 лет) нормативный срок удлиняется. Часто срок жизни проекта и его рискованность являются отражением отраслевых особенностей. Поэтому нередко можно найти отраслевые нормы по сроку окупаемости.

К достоинствам критерия периода окупаемости менеджеры в первую очередь относят простоту расчетов и ясность понимания. Данный критерий позволяет отсеять проекты с сомнительным или слишком долгим возвратом инвестированных средств.

Критические замечания по этому критерию базируются на игнорировании неравноценности денег во времени и на сложности ранжирования проектов с различающимися схемами поступления денежных потоков. Так, расчет срока окупаемости фактически приводит к игнорированию денежных потоков, которые поступают после найденной критической точки на временной шкале. В результате проект, у которого прогнозируется длительный период жизни с большими денежными поступлениями в отдаленном будущем, всегда будет проигрывать коротко живущему проекту с большими поступлениями в начальные периоды времени. Проекты с моментными инвестициями будут предпочитаться проектам с длительным периодом создания активов.

Переход к стоимостной модели анализа вводит в инструментарий аналитика показатель дисконтированного срока окупаемости проекта (*discounted pay-back period, DPBP*). При расчете временного отрезка окупаемости проекта используются не номинальные прогнозируемые значения, приведенные к текущему моменту денежные потоки по го-

дам проекта. Расчетный дисконтированный срок окупаемости всегда выше обычного, традиционно рассчитываемого по номинальным денежным потокам. Чем дороже деньги на рынке, тем меньшую оценку получают приведенные денежные потоки и выше оказывается расчетный срок окупаемости. Соответственно корректируется и нормативный срок.

Стоимостная модель анализа и фиксация цели в терминах приращения стоимости позволяет дать рекомендации по расчету нормативного срока окупаемости. Например, может быть использована следующая формула:

$$T_{\text{норм}} = \frac{1}{k} - \frac{1}{k(1+k)^n},$$

где k — стоимость денег на рынке (в самом простом виде безрисковая доходность или при определенных предположениях — среднерыночная доходность);

n — ожидаемый срок жизни проекта.

Еще один важный показатель, характеризующий временной период «присутствия в проекте», — экономически обоснованный срок, или экономический срок жизни проекта. Аналитика часто интересуется не просто расчетный экономически обоснованный срок, а оптимальный экономический срок. Экономически обоснованный срок жизни проекта учитывает целесообразность продолжения проекта с учетом создания новой стоимости для компании. Расчет экономически обоснованного срока предполагает учет информации не только по инвестиционным затратам и операционным денежным потокам, но и потоки от ликвидационной стоимости активов на каждом году реализации проекта. **Экономический срок жизни проекта** — минимальный временной отрезок, за который проект может создать для компании стоимость с учетом приростных операционных потоков и ликвидационной стоимости. Оптимальный экономический срок — временной промежуток, при котором прирост стоимости для компании от инвестиционного решения максимален.

Эмпирические исследования показывают, что более 90% компаний используют в аналитике учетные показатели оценки проектов. Год от года растет доля компаний, которые включают в аналитику и стоимостные показатели, фиксирующие создаваемый проектом прирост стоимости. Типичный показатель здесь — *чистый приведенный эффект*, или чистая дисконтированная стоимость (*NPV*), который классическим образом демонстрирует стоимостную модель финансового анализа компании и применение метода *DCF* в обосновании инвестиционных решений.

В русскоязычной литературе используются различные варианты обозначения этого абсолютного показателя создаваемой проектом стоимости и соответственно критерия принятия инвестиционных решений. Это и «общий финансовый итог от реализации проекта», и «приростная стоимость», и «чистый эффект инвестирования». Расчет показателя *NPV* более сложен, чем расчет срока окупаемости и средней доходности.

Принципы реализации метода *NPV* в период отбора проектов:

- денежные потоки должны быть спрогнозированы на всем периоде жизни проекта (например, на фиксируемом периоде удержания конкурентных преимуществ);
- денежные потоки имеют четкую привязку к определенному моменту времени (например, приходят в конце периода (шага анализа, например, года) или в середине периода);
- должны рассматриваться только те приростные потоки, которые порождены данными инвестициями (имеют отношение именно к данному инвестиционному решению);
- предполагается, что компания — инициатор проекта может неограниченно привлекать финансовые ресурсы по ставке дисконтирования, а денежные потоки, которые генерируются проектом, немедленно реинвестируются в другой проект.

Для расчета *NPV*, как и для оценки стоимости компании методом *DCF*, требуются:

- прогнозы чистых денежных потоков, получаемых от инвестиционного решения и от сделанных инвестиционных затрат;
- оценки собственно инвестиционных затрат и завершающего денежного потока;
- ставка дисконтирования, с помощью которой будущие поступления будут пересчитываться к текущему моменту времени:

$$\text{Чистый эффект по проекту} = NPV = PV(CF) - PV(Inv),$$

где $PV(CF)$ — приведенная оценка будущих денежных потоков по проекту (как разница между денежными поступлениями и оттоками по операционной деятельности) по годам срока жизни проекта или по обоснованному периоду анализа;

$PV(Inv)$ — приведенная оценка инвестиционных оттоков с учетом их неравномерности по годам инвестиционной стадии реализации проекта.

Так как операционные и инвестиционные потоки имеют различный уровень риска, то рекомендуется использовать разную ставку дисконтирования для этих потоков (более низкую для инвестиционных оттоков). В традиционном расчете ставка дисконтирования по операцион-

ным потокам вводится как нормативная величина отдачи по капиталу, учитывающая как стоимость денег на рынке, так и риск (вероятность) получения денежных потоков. Однако в зависимости от целей инвестирования и принятых в компании нормативных положений и регламентов могут применяться и другие варианты расчета NPV , когда ставка дисконтирования вводится на уровне ставки безрисковых инвестиций, а анализ риска проводится в рамках отдельной проекции, влияющей на отбор проектов в программу.

Если чистые денежные потоки не меняются по годам и могут быть зафиксированы как приходящие через равные промежутки времени, то:

$$PV = \frac{CF}{k},$$

где CF — постоянный по годам (периодам) денежный поток (более корректно рассматривать прибыль, так как требуются ежегодные отчисления на поддержание основных средств).

Если чистые денежные потоки растут по годам с фиксированным темпом прироста (g), т.е. соответствуют растущему аннуитетному потоку, то можно воспользоваться формулой (так называемая формула Гордона):

$$PV = \frac{CF_1}{(k - g)},$$

где CF_1 — денежный поток первого года реализации проекта.

Пример. Фирма рассматривает проект, который позволит сэкономить на затратах труда 2 млн денежных единиц уже в конце первого года проекта. Более того, экономия на издержках будет расти темпами 5% в год. Альтернативная стоимость капитала 15%.

При какой величине инвестиционных затрат по проекту следует его принять?

Воспользуемся формулой Гордона. Приведенная оценка потоков по проекту равна 20 млн денежных единиц:

$$2 : (0,15 - 0,05) = 2 : 0,1.$$

Следовательно, проект будет эффективен, если инвестиционные оттоки по нему не превышают 20 млн денежных единиц.

Критерий NPV предполагает сопоставление полученного значения с нулем или заданной абсолютной величиной прироста стоимости. Например, чаще всего используется следующий критерий: если в ре-

зультате расчетов чистый эффект по проекту положителен ($NPV > 0$), то проект рассматривается как эффективный, добавка к стоимости компании составляет абсолютную величину NPV . Отрицательная величина NPV показывает, что заданная норма доходности не обеспечивается, проект не эффективен с точки зрения создания стоимости.

Аналитики отмечают следующие достоинства критерия NPV :

- критерий учитывает неравноценность денежных потоков в разные моменты времени;
- позволяет в явном виде отразить рискованность денежных потоков (например, по более рискованным операционным потокам заложить в расчет более высокую ставку дисконтирования);
- в абсолютном выражении значение NPV показывает прирост стоимости компании за счет данного инвестиционного решения;
- аддитивность показателя NPV , т.е. возможность суммирования оценок NPV по различным проектам для формирования оценки вклада всего инвестиционного портфеля в стоимость компании.

Критерий NPV для принятия инвестиционных решений в академической литературе рассматривается как наиболее корректный, поскольку на его основе может быть определен экономический срок жизни проекта и его оптимальный экономический срок.

Экономический срок жизни проекта — расчетный период, который позволяет с учетом наличия ликвидационной стоимости по проекту прекратить его до срока полной потери конкурентных преимуществ и получить эффект приращения стоимости. Оптимальный экономический срок жизни проекта — значение экономического срока с максимальной величиной создаваемой стоимости.

Пример. Производственная компания «Ависла» (обувная промышленность) рассматривает проект расширения деятельности, который предусматривает использование нового станка стоимостью 62 тыс. руб. на пять ближайших лет. Станок имеет вторичный рынок обращения и в любой момент может быть продан. Финансовая информация по прекращению проекта и прогнозируемые чистые денежные потоки от его эксплуатации приведены в табл. 13.3. Барьерная ставка по компании 15%, ставка налога на прибыль — 24%.

Нас интересует экономический срок жизни проекта и оптимальный экономический срок. Рассчитаем значения NPV для различных сценариев срока жизни проекта с отражением эффектов, получаемых от продажи станка (табл. 13.4). Заметим, что финансовый результат от прекращения проекта при продажной цене оборудования:

$$X = X + (X - \text{Балансовая стоимость на конец пятого года}) \times 0,24.$$

Таблица 13.3

**Денежные потоки по инвестиционному проекту
компании «Ависла»**

Год	Ежегодный операционный поток (с учетом амортизации), тыс. руб.	Финансовый результат от прекращения проекта (продажа оборудования), тыс. руб.
0	–62	60
1	18	50
2	18	53
3	20	48
4	18	40
5	18	0

Таблица 13.4

***NPV* проекта с учетом финансового результата
от прекращения проекта**

Год	<i>NPV</i> проекта, тыс. руб.
0	–2,00
1	–2,87
2	7,34
3	10,66
4	12,26
5	–1,66

Из табличных расчетов видно, что уже после второго года реализации проект может быть прекращен и при этом создаст стоимость для владельцев капитала. Более раннее прекращение проекта приведет к потере стоимости. Таким образом, экономический срок жизни проекта равен двум годам. Прекращение проекта на четвертом году реализации позволит получить максимальный рост стоимости вложенного капитала (максимальное значение *NPV*). Следовательно, оптимальный экономический срок жизни проекта равен четырем годам.

Но есть и ряд претензий к данному критерию, а также типичных ловушек, с которыми сталкиваются аналитики при попытке оценить инвестиционное решение и ранжировать проекты, составить инвестиционную программу.

Первая проблема — достоверность прогноза денежных потоков. Возникает при построении прогноза денежных потоков в номинальном выражении, т.е. с учетом изменения цены как на выпускаемую продукцию (услуги), так и по элементам затрат. В теории прогноз может быть построен как в базовых ценах (тогда имеет место поток реальных денежных средств), так и в ценах текущего года (это номинальные потоки). Построение прогноза цен по большой номенклатуре продукции и элементам затрат является сложной задачей для финансового менеджера компании. Поэтому часто аналитика строится в базовых (неизменных) ценах. При этом следует иметь в виду, что для реальных потоков в качестве ставки дисконтирования должна применяться реальная ставка процента (т.е. ставка, очищенная от инфляции). Такой расчет (с реальными потоками и реальной ставкой процента) не приведет к ошибкам, если изменение цен на ключевые факторы реализации инвестиционного проекта сопоставимо с инфляционными ожиданиями. В противном случае возможны грубые просчеты. Единственный вариант преодоления этой ловушки — переход к прогнозу цен и номинальным потокам.

Пример. Маркетинговый анализ предполагаемой продукции по проекту показал, что цены на временном периоде жизни проекта будут падать (порядка 4—7% в год). Цены на сырье и материалы, а также удельные затраты по труду, предполагается, будут расти на 18% в год. Прогнозируемая Минфином России инфляция составит 10%. Такие прогнозы не позволяют аналитику строить финансовую модель в реальных величинах.

Вторая проблема проявляется при оценке инвестиционных затрат. Например, компания имеет в своих активах неиспользуемые производственные помещения, которые могут быть задействованы для реализации проекта производства новой продукции. Там будут размещены покупаемое оборудование и складские запасы. Возникает вопрос: следует ли учитывать в аналитике стоимость (например, балансовую) используемого здания?

Часто со стороны менеджеров компаний звучит положительный ответ, ведь фактически на проект идет большее количество активов, чем привлекается денежных средств. В стоимостной аналитике ответ будет более осторожным. Если имеющееся здание и коммуникации не были задействованы при реализации проекта и нет альтернативных возможностей их использования, то их вклад в проект рассматривается как конкурентное преимущество и не фиксируется в виде инвестиционных затрат. Другое дело, если помещение и другие активы были задействованы, приносили компании денежные потоки, а после принятия по-

ложительного решения по проекту будут переориентированы. Или же имеется возможность альтернативного использования зданий и помещений, например через сдачу в аренду или продажу. В этом случае в качестве альтернативных затрат упускаемая выгода от активов, исключенных из использования и переориентированных на проект, должна быть учтена как дополнительная строка инвестиционных затрат.

Еще один аспект, связанный с оценкой инвестиционных затрат, — ранее понесенные издержки. Например, за несколько лет до рассмотрения проекта компания уже могла провести маркетинговые исследования, подготовить техническую документацию, подвести коммуникации к имеющейся территории. Возникает вопрос: следует ли учитывать эти понесенные издержки как часть инвестиционных затрат по проекту? Аналитики говорят «нет». Это уже сделанные и безвозвратные издержки (*sunk costs*), которые не должны учитываться при оценке эффективности инвестиционного проекта. То, что эти затраты позволяют компании сэкономить на маркетинговых и других расходах, является конкурентным преимуществом, которое вносит свой вклад в инвестиционную привлекательность проекта.

Нередко забываемый элемент инвестиционных затрат — вложения в оборотные активы (запасы, дебиторскую задолженность). Для некоторых сфер деятельности (торговля, обработка материалов) эти инвестиции могут быть существенны. Аналитики рекомендуют рассчитывать инвестиции в оборотные активы и учитывать их на инвестиционной стадии, а при ликвидации проекта включать в поступление (возврат) денежных средств. Часто используются два метода оценки инвестиций в оборотный капитал: метод доли в выручке и метод задания коэффициентов оборачиваемости по информации с уже реализуемых проектов или по компаниям-аналогам.

При покупке оборудования, сложной техники следует учитывать период монтажа, наладки, освоения созданных мощностей. На стадии ликвидации проекта возможны дополнительные инвестиционные оттоки, а также инвестиционные поступления, связанные с продажей активов.

Третья проблема — обоснование ставки дисконтирования. Успешные компании обычно для разного типа проектов (различающихся по присвоенным категориям и по проведенному качественному анализу факторов риска) используют разную ставку дисконтирования. Так, более рискованные проекты по сравнению с операционной деятельностью компании получают дополнительную премию за риск (обычно на уровне 2—5 процентных пунктов). Эти надбавки к ставке дисконтирования в ряде случаев фиксируются в положениях об инвестиционной

программе (в критериях отбора проектов). Есть и аналитические способы обоснования ставки дисконтирования, которые ориентируются на складывающиеся отраслевые оценки инвестиционного и кредитного риска и выбираемую по проекту структуру капитала. При определенных предпосылках в качестве ставки дисконтирования проекта реализующей проект компании может использоваться и метод *WACC*.

Часто высказываемая аналитиками претензия при введении ставки дисконтирования с ориентацией на стоимость денег компании или отраслевые значения — игнорирование портфельного эффекта при сложении потоков компании с не абсолютно коррелированными потоками инвестиционного проекта. Чем более потоки по проекту зависят от других факторов риска в отличие от потоков компании, тем меньший риск ассоциируется с объединенными потоками. В академической литературе предложены различные методы учета такого эффекта. Например, Тутл и Литценбергер [112] предложили формулу для вычисления ставки дисконтирования проекта при наличии портфельного эффекта:

$$k'_p = R_D + \frac{\rho_{aD} S_p}{S_a} (R_a - R_D),$$

- где R_a — ожидаемая ставка доходности акционерного капитала компании;
- R_D — требуемая доходность по заемному капиталу (например, доходность до погашения по долгосрочным долговым обязательствам компании)¹;
- ρ_{aD} — коэффициент корреляции между потоками (значениями доходности) проекта и компании;
- S — стандартные отклонения доходностей проекта (p) и компании (a).

Четвертая проблема возникает при сопоставлении альтернативных проектов по критерию *NPV*. Принцип максимизации не работает для проектов неравного срока и проектов разного масштаба (различающихся инвестиционных затрат). В практике анализа инвестиционных проектов находят применение два метода ранжирования проектов с неравными сроками: метод продолженного срока и метод эквивалентного аннуитетного потока.

Метод продолженного срока предполагает возможность повторного осуществления проектов и использование критерия *NPV* на одинаковом временном горизонте (отбор по наибольшему значению) для многогодового осуществления проектов.

¹ Предполагается, что доходность нового долга, идущего на финансирование проекта, равна доходности текущих долговых обязательств равного качества и длительности.

Метод продолженного срока предполагает:

- нахождение наименьшего общего кратного из числа лет функционирования по двум или нескольким оцениваемым проектам (например, при выборе из двух альтернативных проектов двух и трех лет продолженный срок функционирования равен шести годам, один проект осуществится по данному методу два раза, а другой три раза);
- расчет NPV многократного осуществления каждого проекта на продолженном сроке $NPV(i, n)$, где i — срок функционирования проекта, n — число раз осуществлений проекта, продолженный срок равен произведению (i) (n);
- выбор проекта с наибольшим значением NPV .

Метод эквивалентного аннуитета. Под аннуитетным потоком понимается серия платежей, равных по номиналу и приходящих через равные промежутки времени. Метод эквивалентного аннуитета предполагает следование следующему алгоритму:

- расчет NPV по каждому проекту с индивидуальным сроком функционирования (NPV_i);
- нахождение денежного потока в виде аннуитета, который на индивидуальном сроке функционирования i обеспечивал то же значение NPV ;
- правило ранжирования: проект с более высоким эквивалентным аннуитетом для любого срока функционирования обеспечит более высокое значение NPV , и такой проект предпочтительнее;
- анализ может быть продолжен расчетом NPV по каждому проекту для бесконечного аннуитета.

Пятая проблема — критерий NPV игнорирует значимость нефинансовых ограничений при формировании инвестиционной программы. С финансовой точки зрения ограничения на инвестиционный бюджет связаны исключительно с недостаточностью доходности имеющихся инвестиционных предложений. Предполагается, что если доходность проекта превышает затраты на капитал, которые формируются на рынке с учетом рисков этого проекта и реализующей его компании, то менеджеры всегда сумеют привлечь новый капитал и реализовать проект. Таким образом, если рассматриваемые десять независимых проектов компании дают в расчетных оценках положительные значения NPV , то все они должны быть приняты.

В реальной жизни кроме финансовых ограничений компания сталкивается с нефинансовыми барьерами, что означает невозможность принять все эффективные с точки зрения теории инвестиционные проекты. Примеры нефинансовых ограничений: нежелание собствен-

ников увеличивать акционерный капитал за счет новых (внешних) инвесторов, нежелание работать даже на выгодном заемном капитале из-за боязни попасть в моральную зависимость, управленческие ограничения на принимаемые проекты (невозможность контролировать большое число разноплановых эффективных с точки зрения финансового анализа проектов). Для того чтобы учесть ограниченность капитала, аналитики используют модифицированный показатель NPV , который получил в русскоязычной литературе название индекса рентабельности (*profitability index, PI*), или «коэффициента выгоды-издержки» [13, с. 76].

Индекс рентабельности (прибыльности, доходности) — относительный показатель эффективности инвестиционного проекта. Он характеризует уровень получаемого эффекта (это может быть приведенная оценка операционных денежных потоков или значение NPV) на единицу инвестиционных затрат. Чем больше значение индекса, тем выше отдача каждой денежной единицы, инвестированной в данный проект. Традиционно индекс рентабельности рассчитывается как отношение приведенной стоимости чистых денежных притоков проекта к текущей стоимости инвестиционных затрат:

$$PI = \frac{PV(CF)}{PV(Inv)}$$

Критерий PI предполагает сопоставление расчетного показателя с единицей и отбор из проектов, удовлетворяющих этому критерию, тех, у которых данное значение максимально. Критерий PI имеет преимущество при выборе одного проекта из ряда имеющих примерно одинаковые значения NPV , но разные объемы требуемых инвестиций. В данном случае выгоднее тот из них, который обеспечивает большую эффективность вложений.

К недостаткам критерия можно отнести то, что он не обладает свойством слагаемости (аддитивности).

Шестая проблема — критерий NPV игнорирует управленческую гибкость, позволяющую менеджеру менять ход реализации проекта при изменении внешней среды. Сам расчет NPV предполагает, что ход реализации проекта (выбор календарного графика инвестиционных затрат, номенклатура продукции, управление издержками и оборотным капиталом, срок жизни проекта) жестко заданы и формируют финансовую модель. Однако для каждого проекта всегда существует вероятность изменения последовательности инвестиций, масштаба, расширения или задержки этапов реализации. Успешные компании часто отказываются даже от формально эффективных проектов (с положительной

оценкой NPV) или принимают проекты с нулевым или даже отрицательным значением расчетного чистого эффекта. Объяснить такой парадокс критерий NPV не в состоянии. Однако это позволяет сделать метод реальных опционов.

13.5. Эффекты финансовых решений и критерий NPV

Покажем расчет влияния финансовых решений (по использованию заемного финансирования) на оценку эффективности проекта в рамках показателя NPV на численном примере. Заметим, что эффект NPV с теоретической точки зрения не зависит от финансовых решений, так как всю создаваемую проектом стоимость «забирают» владельцы собственного капитала, т.е. прирост стоимости, рассчитываемый на всех финансовых инвесторов (собственников и кредиторов) и расчет на акционеров должны дать одинаковые результаты.

Иная ситуация складывается с показателем внутренней нормы доходности (IRR), когда показатели для коммерческой оценки проекта и для оценки участия будут существенно различаться (как различаются значения ROC и ROE по текущей оценке компании).

Важный аналитический показатель в оценке инвестиционных решений с участием кредиторов — показатель скорректированной приведенной (текущей) стоимости (*adjusted present value*, APV , — его еще называют методом С. Майерса), так как при его расчете соблюдается принцип разделения операционных и финансовых решений и соответствующих им потоков.

Пример. Для двухлетнего проекта с инвестиционными затратами в 100 тыс. дол. (финансирование: 50% собственный капитал и 50% заемный) оценивается показатель коммерческой эффективности проекта и показатели эффективности участия в собственном капитале разными методами (остаточного дохода на собственный капитал и скорректированной приведенной стоимости). Отдача на капитал по компаниям данной сферы деятельности равна 11% годовых. Для реализации проекта создается новая компания. Прогнозируемые ежегодные потоки по проекту следующие: выручка — 150 тыс. дол., денежные издержки (текущие оттоки) — 60 тыс. дол., ежегодная амортизация — 50 тыс. дол., эффективная ставка налога на прибыль — 40%, требуемая доходность по собственному капиталу проекта с учетом дополнительного финансового риска — 16%, заемный капитал привлекается на условия 10% годовых.

Коммерческая эффективность предполагает сопоставление всех инвестиционных затрат вне зависимости от источников их финансирования, с операционными выгодами. Графически финансовая модель проекта показана на рис. 13.6.

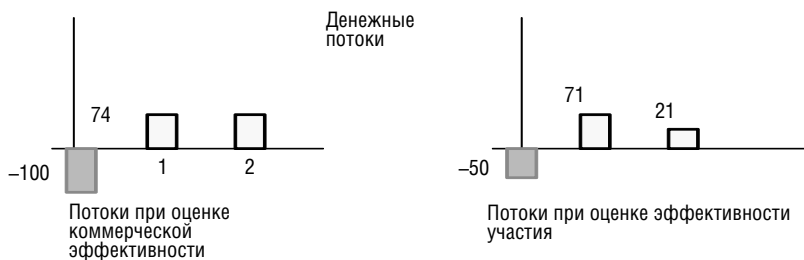


Рис. 13.6. Финансовая модель проекта

Величина инвестиционных оттоков в году $t = 0$ в расчетной формуле оценки NPV принимается равной общей величине инвестиционных затрат по проекту (-100). В денежных потоках не учитываются финансовые выплаты, рассматриваются ежегодные потоки на всех владельцев капитала. Таким образом:

$$\begin{aligned} \text{Денежный поток} &= \text{Посленалоговая операционная прибыль} + \\ &+ \text{Амортизация} = 74 \text{ тыс. дол.} \end{aligned}$$

Ставка дисконтирования равна альтернативной стоимости денег с учетом риска получения потоков по данному направлению бизнеса (11%):

$$NPV = -100 + 74 : (1 + 0,11) + 74 : (1,11)^2 = 26,727.$$

Заметим, что ставка 11% соответствует средневзвешенной стоимости капитала компании, созданной для реализации проекта:

$$WACC = 0,5 (10\%) \times (1 - 0,4) + 0,5 (16\%) = 11\%.$$

Таким образом, величина $WACC$ может использоваться при расчете коммерческой эффективности проекта.

Оценка участия в проекте методом остаточного потока на собственный капитал (метод $FCFE$) предполагает рассмотрение денежных потоков, доступных только владельцу собственного капитала. Соответственно инвестиционные затраты рассматриваются лишь по собственному капиталу (вложения в проект собственников). Та-

ким образом, в расчетной формуле NPV в качестве инвестиционных оттоков принимается величина -50 тыс. дол. Также учитывается, что во втором году заемный капитал погашается и возникает соответствующий денежный отток (по финансовой деятельности). Ставка дисконтирования соответствует требуемой доходности по собственному капиталу — 16% .

Денежный поток первого года:

$$CF_1 = 21 + 50 = 71.$$

Денежный поток второго года:

$$CF_2 = 21 + 50 - 50 = 21,$$

$$NPV = -50 + 71 : 1,16 + 21 : (1,16 \times 1,16) = 26\ 813.$$

Заметим, что рассмотренные методы эквивалентны при условии, что долг по проекту в любом году составляет постоянную долю приведенной оценки денежного потока. Тогда структура капитала проекта остается постоянной в течение всего периода жизни проекта. Однако в нашем случае (так как проект создает операционную выгоду для владельцев капитала) по мере реализации проекта с положительным значением NPV стоимостная оценка собственного капитала увеличивается и структура капитала меняется (отходит от соотношения «50 на 50»). Если изменить график погашения задолженности и сохранить целевую структуру капитала, то два указанных метода дали бы идентичные значения NPV .

Продемонстрировать выгоды заемного финансирования помогает метод скорректированной стоимости C . Майерса (APV). Алгоритм оценки по методу APV :

- рассчитывается NPV проекта как при предположении о 100% -ном финансировании собственным капиталом;
- оценивается приведенный эффект заемного финансирования (PV налогового щита в методе APV и другие эффекты при модификации метода).

Таким образом:

$APV =$ Приведенная оценка операционного CF по ставке дисконтирования k_{so} + Приведенная оценка дополнительных денежных потоков в результате заемного финансирования при ставке, соответствующей проценту по заемному капиталу,

где k_{so} — стоимость капитала компании, не использующей долгового финансирования.

Предполагается, что инвестиционный риск такой фирмы равен риску оцениваемого проекта (налоговый щит содержит для владельцев собственного капитала такой же риск, как процентные выплаты для владельцев заемного капитала).

Для оценки ставки дисконтирования для операционных потоков в методе *APV* могут быть предложены два метода:

- метод М. Миллера: требуемая доходность по собственному капиталу при нулевом финансовом рычаге равна 13%. Эта величина рассчитывается как доналоговая *WACC*, так как метод предполагает, что подоходные налоги на доходы инвесторов нивелируют эффекты налогового щита компании:

$$0,5 \times 16\% + 0,5 \times 10\% = 13\%;$$

- метод Миллера — Модильяни (метод ММ):

k_{so} = Скорректированная величина посленалогового значения *WACC*.

Напомним, что *WACC* с учетом налоговых выгод = $0,5 \times 16\% + 0,5 \times 10\% (1 - 0,4) = 11\%$.

$$k_{so} = WACC / (1 + T \times (D/V)) = 11\% : [1 + 0,4 \times (1 : (1 + 1))] = 11 : 1,2 = 9,2\%,$$

где T — ставка налога на прибыль;
 D — величина постоянно используемого долга (платных заемных источников финансирования);
 V — весь капитал проекта.

Исходя из метода М. Миллера, *NPV* при 100%-ном собственном финансировании = $-100 + 74 : 1,13 + 74 : 1,13 \times 1,13 = 23\,440$ руб.

Величина налогового щита для каждого года проекта равна постоянной величине, так как заемный капитал (I) и проценты по нему по годам не меняются:

$$I \times T = 5 \times 0,4 = 2 \text{ тыс. руб.}$$

$$PV \text{ налогового щита для двух лет функционирования проекта } = 2 : 1,1 + 2 : (1,1 \times 1,1) = 3471 \text{ руб.}$$

Заметим, что для текущей оценки налогового щита применяется ставка дисконтирования 10%, отражающая кредитный риск компании, а не инвестиционный риск собственника.

Итоговая (суммарная) оценка эффекта:

$$APV = 23\,440 + 3471 = 26\,911 \text{ руб.}$$

Этот расчет не включает оценку издержек финансовых затруднений и выгод (издержек) агентских отношений, т.е. предполагается,

что работа на заемном капитале не увеличивает прямые и косвенные издержки потери платежеспособности. В модифицированном методе скорректированной стоимости введение оценки издержек финансовых затруднений может быть реализовано по формуле:

$$\pi \times BC = \pi \times 0,3V_U,$$

где BC (*bankruptcy costs*) — издержки банкротства, которые обычно составляют определенный процент от стоимости безрычаговой компании (V_U), в приведенном выше примере, например, 30%. Рекомендуемый диапазон для учета в инвестиционном анализе — 10—40%;
 π — вероятность банкротства.

Численный пример показывает, что используемые методы расчета приводят к несколько разным оценкам эффекта, хотя теоретически должны давать один результат, так как прирост стоимости капитала обезличенного проекта является ростом капитала именно у собственников, а не у кредиторов. К расхождению оценок по рассмотренным методам приводят три основные причины:

- риск, отражаемый в ставке дисконтирования. Не все методы позволяют отражать изменение во времени (например, метод ИАСС исходит из сохранения по годам структуры капитала и соответственно инвестиционного риска, хотя чем больше прирост стоимости, создаваемого проектом, тем больше увеличивается доля собственного капитала с течением времени);
- структура долга и платежей по нему. Оценки по методам разойдутся в большей степени, если денежные потоки по годам не аннуитетные;
- оценка налогового щита. Если процентные платежи не постоянны, то изменяются расходы на обслуживание долга и налоговый щит.

13.6. Критерий внутренней нормы доходности

Внутренняя норма доходности, или внутренняя ставка отдачи (*IRR*), — самый популярный критерий оценки инвестиционных решений как для проектов создания реальных активов, так и для оценки работы инвестиционных компаний (например, фондов прямого инвестирования [96]).

Суть показателя *IRR* заключается в расчете усредненной по годам ставки доходности, которую обеспечивает инвестиционный проект.

Расчет этой ставки реализуется на определенных предпосылках относительно риска операционных и инвестиционных потоков, а также возможности их инвестирования в новые проекты.

Критерий метода *IRR* строится на сопоставлении расчетной доходности по проекту с барьерной ставкой отдачи на капитал. При анализе коммерческой эффективности проекта в качестве этой барьерной ставки может выступать отраслевая норма отдачи по капиталу (*ROC*) или скорректированная на изменение рисков величина затрат по капиталу компании, реализующей проект (*WACC*). Такое сопоставление аналогично расчету спреда эффективности по функционирующей компании, только вместо отчетного значения *ROC* рассматривается прогнозируемая доходность по проекту.

Сложность применения критерия спреда эффективности в приложении к инвестиционным проектам — правильный расчет среднегодовой доходности, когда денежные выгоды приходят на протяжении ряда периодов и не равны между собой. В этом случае расчет по формуле средней арифметической доходности по годам не подходит. Аналитики находят ответ в формуле внутренней нормы доходности, в которой текущие инвестиции приравнены к приведенной оценке выгод. Заметим, что уравнивание возможно не только на момент времени $t = 0$. Пересчет инвестиционных затрат и будущих выгод к конечному моменту реализации проекта и нахождение уравнивающей их ставки также даст искомое значение *IRR*.

Расчет *IRR* предполагает нахождение корня (r) уравнения степени n следующего вида:

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

где n — срок жизни проекта.

Фактически ищется корень уравнения, при котором значение *NPV* по проекту приводится к нулевому показателю:

$$NPV = -Inv_0 + \frac{CF_1}{1+IRR} + \frac{CF_2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{CF_T}{(1+IRR)^T} = 0.$$

Графически нахождение *IRR* означает поиск точки на графике *NPV* проекта при изменении ставки дисконтирования, в которой значение *NPV* становится равным нулю (пересекает ось абсцисс).

Смысл такого расчета доходности хорошо демонстрирует ситуация с нахождением ставки, которая делает позицию инвестора нейтральной к двум возможным инвестиционным решениям. Решение первое — сохранение инвестиционной суммы, отказ от вложения в проект

и реинвестирование ее ежегодно под определенный процент. Второе решение — получение взамен инвестиционной суммы периодических денежных потоков, которые номинально равны потокам по инвестиционному проекту и также могут реинвестироваться под определенную ставку. Нахождение *IRR* — это нахождение ставки процента, который уравнивает эти два решения инвестора.

Многие компании при разработке положения о принятии инвестиционной программы и инвестиционного бюджета фиксируют значение барьерной ставки инвестирования. Так, для профильных проектов компании «Лукойл» (нефтедобыча, нефтепереработка) ставка зафиксирована на уровне 15% годовых (имеются в виду проекты, оцениваемые по рублевым денежным потокам). Девелоперская компания «Система-Галс» не рассматривает проекты с доходностью ниже 21%.

У критерия *IRR* есть несколько несомненных преимуществ:

- оценка проекта в терминах годовой доходности, а не в абсолютных величинах прироста стоимости более понятна заинтересованным лицам, например инвесторам;
- для принятия решения по проекту не требуется обоснования фиксированной ставки дисконтирования (как это предусмотрено в методе *NPV*). Достаточно понимать диапазон альтернативных ставок на рынке. Если получаемая доходность проекта заведомо выше разнорискованных рыночных ставок (часто наблюдаются расчетные оценки по проектам на уровне 40, 60, 190% годовых), то проект признается эффективным;
- показатель *IRR* отражает максимально допустимый уровень стоимости капитала, привлекаемого по проекту. Например, если бы проект мог полностью финансироваться за счет банковской ссуды (совершенно нереалистичное предположение), то значение *IRR* показало бы верхнюю границу допустимого уровня процентной ставки. Более высокая ставка привела бы к «проеданию» проектом стоимости компании. Часто приводятся примеры финансирования проекта за счет исключительно заемных средств, но следует иметь в виду, что обеспечением этих средств являются активы как проекта, так и компании, его осуществляющей. В связи с этим при полном заемном финансировании проекта некорректно не учитывать риск владельцев собственного капитала компании и требуемый уровень доходности, который растёт при росте финансового рычага;
- расчет *IRR* позволяет наглядно показать преимущества привлечения заемного капитала для повышения эффективности позиции собственника.

Главный критерий финансирования проекта заемным капиталом:

$$IRR_{lev} > IRR_{unlev},$$

где IRR_{lev} — оценка эффективности проекта с позиции владельца собственного капитала (эффективность участия);

IRR_{unlev} — коммерческая эффективность проекта как показатель доходности в процентах годовых.

Для ранее рассмотренного численного примера покажем расчет внутренних ставок доходности с учетом расчета коммерческой эффективности и эффективности участия при привлечении заемного капитала на два года и на один год (как возможная схема изменения заимствования) (табл. 13.5).

Таблица 13.5

Сопоставление показателя эффекта для оценки коммерческой эффективности и для эффективности участия

Показатель	Коммерческая эффективность	Эффективность участия
Инвестиционные оттоки, тыс. дол.	–100	–50
Потоки 1-го года, тыс. дол.	74	71
Потоки 2-го года, тыс. дол.	74	21
$IRR, \%$	31	67

Обратим внимание, что если бы заемный капитал был погашен уже после первого года реализации проекта, то IRR_{lev} стала бы равна 44% годовых (на потоках: –50, 21, 74; значение $IRR = 0,44$). Следовательно, такой вариант проигрывает схеме заимствования на двух годах.

Однако у критерия IRR есть и серьезные противопоказания. Он может применяться не к любым проектам, имеются проблемы с выбором между альтернативными инвестициями (когда различны периоды жизни и масштаб). Рассмотрим ловушки и ограничения критерия IRR .

Первое ограничение. Описанный метод определения доходности проекта имеет критические замечания формального расчетного плана. Например, возможна ситуация отсутствия корня у уравнения или наличие нескольких корней. Для нестандартных денежных потоков (меняющих знак с минуса на плюс по ходу жизни проекта несколько раз) расчет может дать несколько значений IRR , как это показано на рис. 13.7. Заметим, что стандартные программы расчета IRR (например, финансовая функция ВСД или ВНДОХ в Excel) дают одно решение уравнения, несмотря на нестандартность потоков.

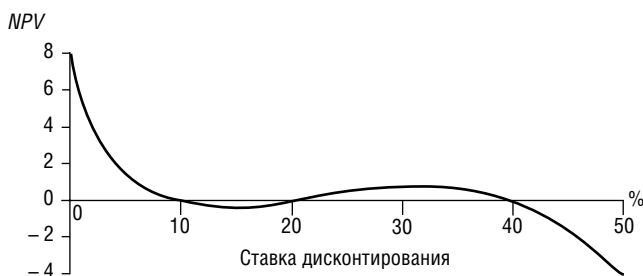


Рис. 13.7. Несколько значений NPV (10, 20, 40%) для финансовой модели с нестандартными денежными потоками

Второе ограничение. Малореалистично базовое предположение, лежащее в основе расчета IRR , что денежные потоки проекта можно реинвестировать под найденную расчетную ставку. Лишь очень малое число проектов может подпадать под категорию «тиражируемых».

Третье ограничение. Критерий не может учесть различный риск инвестиционных оттоков и операционных денежных средств по проекту. Сам метод нахождения IRR предполагает, что ставка для каждого шага анализа проекта одна и та же.

Четвертое ограничение. Критерий не обладает свойством «аддитивности»: IRR нескольких проектов не суммируются для получения общего результата портфельного инвестирования в отличие от показателя NPV по проектам.

Преодолеть вышеперечисленные претензии к расчету усредненной за период жизни проекта доходности позволяет *показатель модифицированной внутренней нормы доходности (modified internal rate of return, MIRR)*. Особенность модифицированной внутренней доходности заключается во введении двух ставок, отражающих реальную рыночную среду инвестиционного процесса:

- финансовой ставки, характеризующей риск инвестиционных оттоков. Она часто принимается на уровне безрисковой или ставки кредитования (средней стоимости заемного капитала по проекту);
- ставки рефинансирования, которая пересчитывает операционные денежные потоки каждого года проекта к будущей стоимости (FV). Эта ставка вводится как доступная для компании ставка реинвестирования заработанных по проекту денег.

Для расчета искомого значения ставки доходности $MIRR$ используют следующую формулу:

$$\frac{FV(CF)}{(1 + MIRR)^n} = PV(Inv),$$

где FV — будущая оценка денежных потоков с учетом вводимой ставки рефинансирования.

Графически соотношение будущей оценки чистых операционных поступлений и инвестиционных затрат представлено на рис. 13.8.



Рис. 13.8. Соотношение будущей оценки чистых операционных поступлений и инвестиционных затрат

Данный расчет предполагает:

- нахождение приведенной оценки инвестиционных затрат к моменту начала инвестирования с использованием заданной ставки дисконтирования (финансовой ставки);
- нахождение будущей оценки прогнозируемых денежных потоков с учетом их риска и альтернативных возможностей инвестирования;
- нахождение уравнивающей будущей выгоды и инвестиционные затраты нормы доходности, как значения $MIRR$.

Таким образом:

$$MIRR = \sqrt[n]{\frac{FV}{PV}} - 1.$$

13.7. Учет управленческой гибкости в анализе и оценке инвестиционных решений

Предыдущее рассмотрение инвестиционных проектов базировалось на статичном видении хода реализации проекта, когда кален-

дарный план получения денежных выгод и прогнозируемые величины денежных потоков были жестко заданы. Более реалистичное понимание выгод инвестирования происходит, когда аналитик осознает, что проект может развиваться по нескольким сценариям в зависимости от складывающейся ситуации на рынке. Динамичный анализ проекта (с учетом гибкости поведения менеджера) предполагает учет возможности изменения ранее зафиксированной траектории реализации с учетом изменения внешних факторов. Если проект позволяет такое гибкое поведение (например, активы проекта позволяют производить разный ассортимент продукции или менять масштабы деятельности) и менеджмент наделен правами чутко реагировать на вызовы среды, то такой проект имеет бóльшую ценность для инвесторов. Его рыночная стоимость должна быть выше по сравнению со статичными альтернативами (где ход реализации жестко зафиксирован).

Методы расширенного (динамичного) рассмотрения инвестиционных решений стали активно развиваться в 1980-е гг. после ряда публикаций С. Майерса. В эти годы пришло понимание, что существует большое число ситуаций, когда менеджмент отказывается от традиционной аналитики (от *DCF*-конструкции и критерия *NPV*) и основывает свои решения на интуиции. Вывод, который был сделан на основе этой практики, — метод *NPV* в традиционной реализации дает некорректный статичный результат, игнорирующий тот факт, что неопределенность может выступать еще одним конкурентным преимуществом и тем самым порождать дополнительную стоимость, которая должна быть оценена и принята во внимание при отборе и ранжировании проектов. Корректная аналитика должна уметь эту стоимость диагностировать и оценивать.

Особенность опционной трактовки оценки стоимости в условиях неопределенности — неопределенность должна быть инкорпорирована в модель оценки, устранение ее нежелательно. Активно развиваемые с 1980-х гг. модели реальных опционов количественно оценивают традиционно завуалированную «интуитивную» стоимость и кардинально меняют подход к оценке эффективности инвестиционных проектов. В настоящее время для оценки инвестиционных проектов методы реальных опционов используются такими коммерческими производственными компаниями, как Shell, Eastman Chemicals, Credit Suisse First Boston, Lincoln RE, Anadarko, Intel, Texaco, Dynergy, а также консультантами: Deloitte Research, PricewaterhouseCoopers и специализированными консалтинго-аналитическими компаниями, например созданной Л. Тригеоргисом [113].

Право менеджера корректировать ранее принятые решения (управленческая гибкость) аналитики сравнивают с финансовым опционом, отсюда и опционная терминология при рассмотрении инвестиционных проектов создания реальных активов. Покупая финансовый опцион, инвестор приобретает право на увеличение будущей стоимости. Точно так же и менеджер нефинансовой компании, имея возможность принять (изменить) решение по созданию реального актива, обладает правом на подстраивание к рыночным условиям, а значит, и на увеличение стоимости.

Заметим, что не любой проект и не любые внутренние регламенты принятия решений в компании позволяют подобное поведение. Кроме того, эти возможности или права (как специфические ресурсы) являются затратными. Часто возможность гибкого поведения «покупается» у контрагентов инвестиционного процесса (например, право вернуть оборудование производителю порождает более высокую его покупную цену, право отсрочки платежа также часто приводит к изменению цены на покупаемую продукцию или услуги). Гибкость поведения менеджмента (особенно при сложной организационной и финансовой структуре компании) часто дорого обходится собственникам из-за нарастания в компании хаоса и упущенных выгод стабильной плановой работы.

Напомним, что под производным финансовым активом понимается такой актив, денежный поток по которому зависит от цены другого актива. **Финансовый опцион** — пример производного финансового актива, за которым стоит срочный контракт (отложенный на некий период времени). Базовым активом может являться акция, реальный актив (товар), валюта, процентная ставка, индекс.

Реальный опцион — право менеджера проекта на гибкое поведение по его реализации с целью адаптации к вызовам внешней среды и сохранения жизнеспособности и максимизации эффективности.

Ключевые характеристики, выявляющие сходства и различия финансовых и реальных опционов, приведены в табл. 13.6.

Таблица 13.6

**Сходства и различия финансовых
и реальных опционов**

Параметры	Финансовый опцион	Реальный опцион
Базовый актив	Котируемая на рынке ценная бумага или процентная ставка	Приведенная оценка выгод инвестиционного решения по созданию «реальных» активов. Не наблюдается на рынке

Окончание

Параметры	Финансовый опцион	Реальный опцион
Цена исполнения	Зафиксированная в двустороннем договоре цена	Инвестиционные затраты по проекту, оцененные на текущий момент
Срок жизни опциона	Срок жизни контракта (договора)	Возможный период гибкого поведения менеджера
Возможность держателя опциона влиять на его стоимость	Не может влиять	Менеджер проекта может влиять на стоимость опциона. У него активная позиция, так как он контролирует и активы, и денежные потоки
Риск для держателя опциона	Экзогенен	Эндогенен

Традиционно диагностируемые простые опционы (в основе которых лежит один фактор неопределенности): опцион на отсрочку (право отложить инвестиционные затраты), опцион на отказ, досрочное прекращение (право закрыть проект без возможности возобновления в будущем), опцион масштаба (право увеличения или сокращения объемов деятельности). Сложные опционы содержат в себе несколько видов неопределенности. Типичные примеры: опцион переключения (изменение корзины используемых ресурсов, например, изменение ассортимента) и опцион роста (право вхождения в новые проекты при реализации рассматриваемого).

Две модели, разработанные для оценки финансовых опционов, нашли применение в аналитике реальных инвестиций: модель Блэка — Шоулза (*Black&Scholes model*) и биномиальная конструкция (модель Коха — Росса — Рубинштейна — *Cox-Ross-Rubinstein model*). Численные примеры по применению этих моделей можно найти в ряде аналитических работ [20, 39]. Главная идея переноса указанных моделей на инвестиционные проекты компаний — поиск соответствия факторов, определяющих ценность гибкого поведения менеджеров по реальным инвестициям, параметрам модели для финансовых опционов. Например, для получения оценки проекта по модели Блэка — Шоулза требуется найти соответствие по пяти параметрам:

- текущей статичной оценке актива (так называемой величине базового актива);
- цене исполнения;
- сроку жизни опциона;

- волатильности цены базового актива;
- безрисковой ставке инвестирования.

Модели финансовых опционов позволяют либо непосредственно получить динамичную оценку проекта (скорректированное значение NPV), либо дооценить неучитываемые в конструкции DCF дополнительные права (опционные возможности).

Общая формула для понимания ценности управленческой гибкости:

Рыночная оценка проекта с опционными характеристиками (и его NPV) > Рыночная оценка проекта без опционных характеристик,

NPV проекта с реальными опционами = NPV без учета опционов +
+ Оценка возможностей (прав).

Сложности моделирования прав по реальным инвестициям:

- слабое соответствие ситуаций, определяющих гибкое поведение менеджмента и прав держателей финансовых опционов;
- необходимость учета затрат на создание возможностей (прав) и возникающие потери от гибкого поведения;
- множественность и сложность взаимодействия различных возможностей гибкого поведения в рамках одного инвестиционного проекта;
- множественность источников неопределенности;
- отсутствие полного права собственности на выгоды, порожаемые опционом из-за возможной гибкой реакции контрагентов рынка.

Сложности применения на практике разработанных моделей:

- сложный и не всегда понятный управленцам и инвесторам математический аппарат оценки;
- предвзятость к получаемым результатам (восприятие методов реальных опционов как приема манипулирования данными для завышения оценки проекта).

13.8. Проекция риска при ранжировании проектов: углубление инвестиционной аналитики

В экономике и инвестиционном анализе принято различать понятия неопределенности и риска. При этом традиционное их рассмотрение имеет негативную окраску. Чем выше неопределенность и риск, тем менее ценным является прогнозируемый результат инвестирования.

ния (заметим, что опционное рассмотрение меняет такое восприятие изменчивости на рынке).

Неопределенность трактуется как негарантированность будущих значений факторов внешней и внутренней среды, влияющих на результативность и эффективность принимаемых решений. О наличии неопределенности инвестирования говорят, когда заранее известно, что проект может показать различные финансовые и нефинансовые эффекты из-за неполноты и неточности информации об окружающей среде проекта. При этом неизвестно, какие именно факторы и в какой степени будут меняться. В случае неопределенности проект считается эффективным, если участие в нем предпочтительнее, чем отказ от него. Заметим, что в условиях неопределенности анализ эффективности отражает систему предпочтений оценщика проекта. Учет неопределенности заключается не в попытке более корректно построить оценки параметров финансовой модели проекта, а требует формирования системы предпочтений и методов ранжирования проектов с учетом возможных условий их реализации.

Риск традиционно трактуется как вероятностная категория. Предполагается, что аналитик может оценить вероятность тех или иных ситуаций (изменения факторов) и спрогнозировать их последствия для финансовых показателей проекта. С учетом риска выделяют абсолютно устойчивые проекты, достаточно устойчивые и неустойчивые.

Проект считается *абсолютно устойчивым*, если при всех вариантах развития событий он показывает эффективность и жизнеспособность. Неблагоприятные последствия могут быть устранены мерами, предусмотренными в бизнес-плане проекта. Проект считается *достаточно устойчивым* при малой вероятности его нерезультативности и неэффективности. Проект считается *неустойчивым*, если он оказывается неэффективным или теряет жизнеспособность при вариантах развития событий, которые имеют достаточно большую «степень возможности». Так как определение эффективности может не совпадать у различных участников проекта, как и их подверженность влиянию изменений факторов, то и степень риска может трактоваться участниками инвестиционного процесса по-разному.

В инвестиционные регламенты ряда компаний заложены принципы встраивания риска в интегральную оценку эффективности инвестиционного проекта. Однако большинство компаний реализуют алгоритм многокритериального сопоставления, когда отдельно рассматривается проекция риска и отдельно — проекция финансового результата. Как еще одна проекция может рассматриваться стратегическая направленность проекта, так как сам по себе ни один критерий экономической эффективности инвестирования (*NPV*, *IRR* и др.)

не несет стратегической нагрузки. Пример такого оценивания проектов приведен на рис. 13.9.

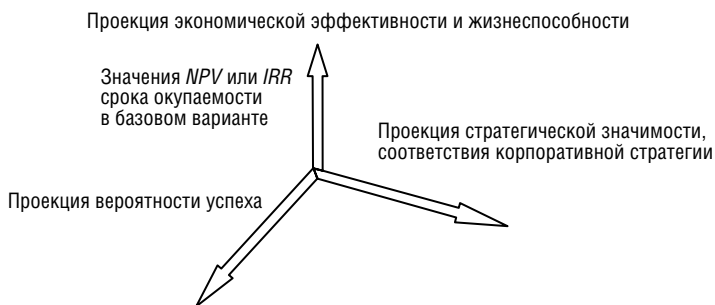


Рис. 13.9. Три проекции в оценке инвестиционного проекта

Отметим, что проекты разных категорий (коммерческие и некоммерческие, мелкие и крупные, обязательные и необязательные) получают разные весовые оценки значимости каждой проекции. Например, для крупных коммерческих проектов важна стратегическая значимость, и эта проекция получает наибольший вес.

Оценка вероятности успеха может проводиться как на качественном уровне (с экспертным оцениванием), так и с привлечением сложных математических методов. Выбор того или иного метода зависит от значимости тех факторов риска, которые в наибольшей степени влияют на результативность проекта и его экономическую эффективность. Целесообразно выделять рыночные риски (действующие непрерывно) и дискретные (по которым влияние на финансовые результаты происходит после тех или иных событий, имеющих четкую привязку к временной шкале). На рисунке 13.10 показаны рекомендуемые соответствия преобладающих рисков и методов их количественной оценки для отражения на проекции риска.

Для ранжирования проектов по риску (фиксации проекта по проекции риска) традиционно используют следующие методы:

- чувствительности или вариации параметров (ключевыми параметрами, которые меняются, выступают рычаги максимизации денежного потока или стоимости, например объем реализации в натуральном выражении, цены, статьи существенных затрат, ставка процента на рынке);
- сценарные;
- вероятностные методы;
- имитационное моделирование;
- алгоритмы нечетких множеств (*fuzzy set*) и нечеткой логики (*fuzzy logic*).



Рис. 13.10. Соотношение дискретных и рыночных рисков и выбор метода оценки риска в оценке эффективности проекта

Пример проведения анализа чувствительности показан на рис. 13.11. Такой анализ позволяет выявить наиболее значимые параметры финансовой модели, изменение которых приводит к существенным изменениям показателя экономической эффективности (например, как на рисунке — NPV). Это простейший анализ риска, строящийся на предположении, что возможно изменение только одного параметра финансовой модели при неизменности всех других.

Развитием анализа чувствительности является нахождение критических точек (по объему реализации в натуральном выражении, по выручке, по стоимости денег и по другим параметрам финансовой модели проекта). *Критическая точка (break-even point)* — такое значение одного из параметров финансовой модели проекта, при котором зануляется экономический эффект (имеет место нулевое значение показателя эффективности). Традиционный инвестиционный анализ проектов создания реальных активов включает расчет критической точки (точки безубыточности) по объему реализации в натуральном выражении. Заметим, что точка операционной безубыточности действующего предприятия и точка инвестиционной безубыточности не совпадают. *Точка инвестиционной безубыточности* предполагает учет стоимости денег. Чем дороже деньги на рынке, тем выше критическое значение объема реализации.

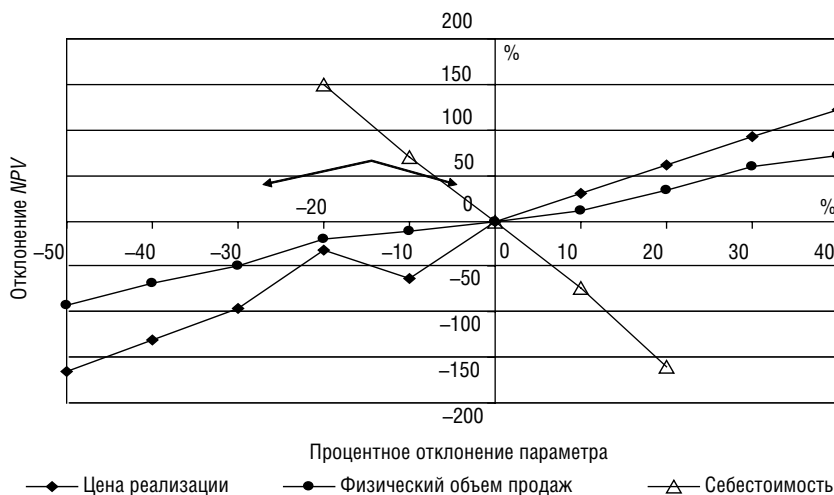


Рис. 13.11. Графическая реализация анализа чувствительности

Так как параметры финансовой модели практически не меняются независимо друг от друга, инвестиционные аналитики отдают предпочтение сценарным методам анализа. Сценарный метод оценки риска предполагает построение нескольких сценариев развития событий и проведение оценки эффективности для каждого из них. Следующим шагом является оценка вероятности рассмотренных сценариев и расчет интегральной величины эффекта с учетом риска (так как показатель NPV обладает свойством аддитивности, то этот подход применим именно для этого критерия). По проекции риска может быть показана и максимальная величина потерь при заданной вероятности успеха (например, не выше 40%).

Контрольные вопросы

1. Что понимается под инвестиционной политикой и инвестиционной стратегией компании?
2. Почему важно выделять инвестиционные проекты при реализации инвестиционной деятельности? Все ли инвестиционные решения формулируются в терминах проекта?
3. Как формируется инвестиционная программа компании? Что понимается под инвестиционным бюджетом?

4. Какие направления инвестирования для компании традиционно рассматриваются? В чем особенность реальных инвестиций?
5. Как строится финансовая модель инвестиционного проекта? Какие правила должен соблюдать аналитик при работе с базовыми ценами?
6. Как обосновывается аналитический срок жизни проекта, нормативный срок окупаемости и оптимальный экономический срок жизни проекта?
7. Как обосновать задание ставки дисконтирования для критерия NPV и учесть портфельный эффект добавления проекта к компании?
8. В чем преимущества критерия IRR над критерием NPV ? В каких случаях эти показатели не дают одинаковую рекомендацию по инвестиционному проекту? Почему IRR_{lev} может превышать IRR_{unlev} , а для показателя NPV такое утверждение неверно?
9. В чем преимущества опционных методов оценки проектов? Почему они редко применяются на практике?
10. Как ранжируются проекты разного масштаба и разного срока жизни?

Среднесрочное и долгосрочное долговое финансирование

Реализация инвестиционных проектов требует, как правило, значительных финансовых ресурсов на достаточно продолжительный срок. Это обусловлено тем, что первоначально денежные средства инвестируются в строительство зданий, приобретение оборудования, его монтаж и наладку и только после этого начинается производство продукции, от продажи которой предприятие получит положительный денежный поток. Компании редко осуществляют инвестиционные проекты только за счет собственных средств. В подавляющем большинстве для реализации инвестиционных проектов компании наряду с собственными средствами привлекают заемный капитал путем получения кредита в банке или выпуска облигаций.

В зависимости от срока, на который привлекаются заемные средства, различают краткосрочное, среднесрочное и долгосрочное долговое финансирование. К краткосрочным займам относятся ссуды, которые компания получает в банке на срок до одного года. Эти средства используются для покрытия потребностей компании в оборотном капитале. К среднесрочным займам в мировой практике относят банковские кредиты и выпуски облигаций на срок от одного года до десяти лет. В России предельный срок среднесрочного займа обычно ограничивают пятью годами. Долгосрочные займы — это кредиты и выпуски облигаций, обеспечивающие привлечение средств в компанию на срок более десяти лет.

В данной главе мы рассмотрим среднесрочное и долгосрочное долговое финансирование, которое получают компании от банков в виде кредитов, а также путем привлечения капитала на финансовом рынке в результате эмиссии облигаций.

14.1. Банковский кредит

Банковский кредит является наиболее распространенным и доступным источником привлечения капитала. Предоставление кредита компании базируется на следующих принципах.

Во-первых — целевой характер кредита. Банк предоставляет предприятию кредит на определенные цели. Для этого компания должна представить в банк инвестиционный проект и бизнес-план его реализации. Банк тщательно анализирует данный проект, проверяет расчеты экономической эффективности, проводит техническую и экологическую экспертизу, привлекая в случае необходимости профессиональных экспертов. Только убедившись, что заявленные в проекте цели реально могут быть достигнуты, банк приступает к кредитованию. При этом банк не выдает компании сразу всю сумму кредита. Обычно выстраивается кредитная линия, которая отражает график выполнения инвестиционного проекта, и средства выдаются по мере выполнения работ. В ряде случаев для кредитования инвестиционного проекта банк открывает специальный счет, с которого производится оплата выполненных строительно-монтажных работ, закупка оборудования и других расходов, т.е. деньги перечисляются исполнителям работ, минуя счет компании. В этом тоже проявляется принцип целевого характера кредита.

Во-вторых — срочность. Данный принцип означает, что банк предоставляет кредит на определенный срок, по истечении которого компания должна его погасить. В современной практике погашение кредита, выданного на инвестиционные цели, как правило, производится не единовременно, а постепенно. Для этого составляется график погашения, на основании которого компания гасит кредит по частям. Это обусловлено тем, что после завершения инвестиционной стадии проекта компания начинает получать положительный денежный поток от данного проекта, за счет чего и производится постепенное погашение кредита.

В-третьих — платность. За предоставление кредита банк взимает с предприятия плату за предоставленные финансовые ресурсы в виде процентов. В зависимости от того, как устанавливаются процентные ставки, различают постоянные процентные платежи, которые являются неизменными в течение всего срока действия кредитного договора, и переменные процентные ставки, которые могут меняться в течение срока действия договора. В условиях нестабильности финансовых рынков в последнее время все большее распространение получают переменные (плавающие) процентные ставки, изменение которых отражает изменение стоимости денег на финансовых рынках.

При заимствовании на международных рынках капитала в качестве ориентира используют ставку *LIBOR* (*London Interbank Offered Rate*)

(стоимость денег на лондонском рынке межбанковских кредитов)¹. В этом случае процентная ставка для компании-заемщика устанавливается в виде: $LIBOR + n\%$.

Пример. Ставка по кредиту составляет $LIBOR + 6\%$. Если ставка $LIBOR$ равна 4%, то компания платит банку 10%, если ставка $LIBOR$ снизится до 3%, то заемщик будет платить банку 9%.

Величина этого процента определяется риском заемщика, ее называют премией за риск. Чем менее надежен заемщик, тем больше премия за риск. При долгосрочном кредитовании банк, как правило, предоставляет отсрочку в погашении кредита. Например, погашение кредита может начаться через три года и будет продолжаться в течение нескольких лет. А вот проценты по кредиту компания обязана платить с момента получения первого кредитного транша. В кредитном договоре указывается годовая процентная ставка, но проценты, как правило, уплачиваются ежемесячно. В этой связи заемщику важно оценить эффективную процентную ставку, которая учитывает частоту процентных выплат. Если годовая номинальная процентная ставка по кредиту установлена в размере 15%, а проценты компания уплачивает ежемесячно, то эффективная процентная ставка составляет 16,08%. Об этом подробно говорилось в параграфе 2.1, посвященной временной стоимости денег.

В-четвертых — обеспеченность кредита. Под обеспеченностью кредита подразумевается источник, за счет которого компания выполнит свои долговые обязательства по его погашению. Основными источниками погашения кредита являются:

- денежные средства, которые предприятие будет получать после завершения проекта. Именно с этой точки зрения банк анализирует финансовые показатели проекта;
- общие результаты производственно-хозяйственной деятельности компании. Предприятие отвечает по своим долгам всем своим имуществом. Поэтому если по каким-либо причинам денежных средств, генерируемых проектом, не хватает для погашения кредита, то источником выплат является выручка компании, которую она получает от реализации своей продукции. Для того чтобы убедиться в способности компании выполнить долговые обязательства за счет общих результатов своей деятельности, банк анализирует финансовую отчетность предприятия, определяет его финансовую устойчивость и платежеспособность;

¹ Значение ставок $LIBOR$ для разных лет, разного срока заимствования и валюты можно найти на сайте www.fimlab.hse.ru.

- в обеспечение кредита банк может принять в залог имущество компании, права требований, гарантии и поручительства третьих лиц за данного заемщика, страхование.

14.2. Облигационные займы

В последние годы компании для привлечения долгового капитала широко используют облигационные займы, которые завоевывают все большую популярность, так как они обладают определенными преимуществами по сравнению с банковскими кредитами. Прежде чем говорить о преимуществах облигационных займов, рассмотрим фундаментальные свойства облигаций.

Облигация — это долговая эмиссионная ценная бумага, отражающая отношения займа между инвесторами и эмитентом. Инвесторы, приобретающие облигации, являются кредиторами. **Эмитенты** — это компании, выпускающие облигации. Они являются заемщиками.

Выпуская облигации, компании устанавливают основные параметры облигационного займа, к которым относятся:

- **Номинальная стоимость облигаций** — сумма, которую компания обязуется выплатить инвесторам при погашении облигаций. Обычно номинал облигации равен 1000 руб., но он может иметь и любое другое значение, кратное десяти. Номинал облигации и количество выпускаемых облигаций указываются в проспекте эмиссии. Суммарная стоимость всех облигаций, рассчитанная по их номиналу, составляет объем эмиссии.
- **Купонная ставка** — процент от номинальной стоимости, который выплачивает эмитент владельцам облигаций. Если купонная ставка составляет 12% при номинале 1000 руб., то это означает, что компания будет выплачивать инвесторам купонный доход в размере 120 руб. в год в течение всего срока действия облигации. Выплата процентов по облигациям является жестким обязательством эмитента. Это принципиально отличает облигации от акций. По акциям выплачиваются дивиденды. Решение о выплате дивидендов принимает общее собрание акционеров, которое может отказаться от дивидендов даже при наличии прибыли, так как средства нужны для реализации инвестиционных проектов. По облигациям выплата процентов является обязательной.

В случае невыплаты эмитентом купонного дохода владельцы облигаций могут востребовать причитающиеся им суммы через суд. В связи с тем, что выплата процентов для эмитента является строгим обяза-

тельством, должен существовать устойчивый источник выплаты этих процентов. В соответствии с российским законодательством суммы купонных платежей в пределах установленного норматива относятся на издержки компании. На момент подготовки данной книги компаниям разрешалось списывать на издержки купонные платежи в размере 1,1 ставки рефинансирования ЦБ РФ. Если ставка по купону установлена в размере 15%, а ставка рефинансирования равняется 10%, то компания выплаты в размере 11% может списать на себестоимость, а остальные 4% придется выплачивать из чистой прибыли.

Иногда компании выпускают бескупонные облигации, т.е. в течение срока действия этих облигаций никаких купонных выплат не производится. В этом случае инвестор получает доход за счет того, что компания при выпуске облигаций продает их инвесторам по цене ниже номинала. Разница между номинальной стоимостью и ценой облигации образует доход инвестора. Срок обращения бескупонных облигаций, как правило, не превышает одного года.

- **Срок погашения.** Выпуская облигации, компания указывает срок погашения, при наступлении которого облигации гасятся, а компания выплачивает инвесторам сумму, равную номинальной стоимости облигации. Одновременно с погашением выплачивается последний купон по данной ценной бумаге.

Компании прибегают к эмиссии облигаций для того, чтобы получить заемный капитал. В отличие от банковского кредита облигационные займы обеспечивают привлечение кредитных ресурсов на более длительные сроки. В индустриально развитых странах обычным является выпуск облигации со сроком обращения 10—15 лет. Российский рынок облигаций является молодым и насчитывает немногим больше 10 лет. Средний срок, на который выпускаются российские облигации, составляет 3—4 года. По мере развития рынка корпоративных облигаций сроки облигационных займов будут увеличиваться.

На долговом финансовом рынке наблюдается устойчивая тенденция к снижению роли банковских кредитов в финансировании деятельности корпораций, которые замещаются облигационными займами. Причина этого процесса заключается в том, что привлечение финансовых ресурсов через эмиссию облигаций для компании в целом ряде случаев является более выгодным, чем заимствование денежных средств у коммерческих банков. Данное явление называют процессом *секьюритизации (securitisation)* финансовых рынков.

Термин «секьюритизация» получил широкое распространение на международных финансовых рынках в 1980-х гг. Этот термин подчеркивает значимость процессов замещения традиционных финан-

совых операций в виде банковских кредитов новыми финансовыми инструментами, обеспечивающими привлечение финансовых ресурсов путем эмиссии ценных бумаг. Процесс секьюритизации объективно обусловлен тем, что он дает определенные преимущества и эмитентам, и инвесторам по сравнению с традиционными банковскими операциями.

Ликвидность финансовых инструментов. В отличие от банковского депозита долговые ценные бумаги обладают свойством ликвидности, что создает более комфортные условия для инвесторов.

Пример. Инвестор размещает средства на банковском депозите сроком на один год под 8% годовых. Если инвестор хочет забрать свои средства через 6 месяцев, то ему необходимо расторгнуть с банком договор о депозитном вкладе. Банк идет на расторжение договора, но накопившиеся за полгода проценты выплачивает не в полном размере. Банк обычно снижает их до уровня процентов по вкладам до востребования, что составляет от 0,1 до 1% годовых. Таким образом, инвестор получает свои деньги, но с финансовыми потерями.

Когда инвестор вкладывает денежные средства в приобретение облигаций, ему легче вернуть их до истечения срока действия облигаций. Для этого он может продать облигации на вторичном рынке. При совершении сделки покупатель оплатит владельцу облигации не только ее стоимость, но и накопившиеся за период владения проценты. Ценные бумаги в отличие от традиционных банковских вкладов обладают свойством ликвидности, их можно продать и получить наличные деньги без существенных финансовых потерь.

Сроки привлечения финансовых ресурсов. Российская банковская система в настоящее время способна в основном обслуживать краткосрочные потребности предприятий в финансовых ресурсах для пополнения оборотных средств. Более половины всех кредитов выдаются на срок не более одного года. Сроки кредитования определяются не желанием заемщика, а финансовым состоянием банка, и прежде всего сроками привлеченных средств. Временная структура банковских пассивов характеризуется преобладанием коротких депозитов. Более 70% депозитных вкладов приходится на депозиты сроком до 180 дней. Короткие пассивы (привлеченные средства) обуславливают и короткие активы (кредитные ресурсы). В большинстве российских банков срок привлечения денежных средств не превышает 1—2 лет. В этих условиях банк не может выдавать долгосрочные кредиты, так как у него преобладают краткосрочные обязательства.

Выпуская облигации, компания сама конструирует облигационный заем и определяет деятельность обращения ценных бумаг. Уста-

навливая сроки обращения облигаций, эмитент руководствуется тем, на сколько лет ему необходимы инвестиционные ресурсы и готов ли рынок предоставить ему эти ресурсы на данный срок. Опыт показывает, что инвесторы внимательно оценивают финансовое состояние эмитента, перспективы его развития и способность обслуживать облигационный заем. Если инвесторы оценивают эмитента как надежного заемщика, то они готовы покупать долгосрочные облигации.

Объемы привлекаемых финансовых ресурсов. Облигации позволяют компаниям обратиться к широкому кругу инвесторов, что дает возможность эмитенту привлечь значительный объем средств. В коммерческих банках существуют ограничения (лимиты) кредитования на одного заемщика. Этот норматив нацеливает банк на диверсификацию своего кредитного портфеля и уменьшает риск банкротства банка в случае невыполнения каким-либо заемщиком обязательств перед кредитором. Данный норматив связан с капиталом банка. В связи с тем что собственный капитал российских банков невелик, то и сумма кредитов одному заемщику является небольшой, так как она ограничена соответствующим нормативом.

При эмиссии облигаций компания обращается к широкому кругу лиц, каждый из которых принимает решение об инвестировании средств в облигации конкретного эмитента исходя из своих представлений о риске данного эмитента и требуемом уровне доходности. В конечном итоге, если эмитент достаточно надежен, то он может за счет эмиссии облигаций привлечь финансовые ресурсы в значительно большем объеме, чем кредит банка.

Следует учитывать также, что облигационный заем, размещенный среди большого числа инвесторов, обеспечивает эмитенту независимость от отдельно взятого кредитора. При кредитовании банк может изменить свою кредитную политику, прекратить кредитование в случае ухудшения финансового состояния, потребовать от предприятия-заемщика перевода всех денежных расчетов в кредитующий банк, установить заемщику лимит неснижаемого остатка на расчетном счете и выставить другие условия. Выпуск облигаций избавляет компанию от навязывания со стороны кредиторов каких-либо условий, кроме тех, которые эмитент прописал в проспекте эмиссии.

Стратегические цели развития компании. Выпуск облигаций в большей степени соответствует стратегическим целям компаний, которые стремятся выйти на рынок капиталов путем публичной эмиссии ценных бумаг. В процессе кредитования между банком-кредитором и предприятием-заемщиком складываются сугубо индивидуальные отношения, регулируемые кредитным договором, в котором указана

индивидуальная ставка процента, условия залога, сроки погашения и другие параметры кредита. То, что заемщик вовремя и полностью выполняет свои обязательства по кредитному договору, знает только банк. Выпуск облигаций способствует созданию публичной кредитной истории. Выполняя все обязательства по облигационному займу, эмитент зарабатывает не только репутацию надежного заемщика, но и репутацию финансово устойчивой компании. Это позволит в дальнейшем:

выпускать новые облигационные займы на более длительные сроки и под более низкие проценты;

подготовить финансовый рынок к тому, что компания выйдет на рынок с другими видами ценных бумаг;

создать условия для выхода на западные рынки капитала через эмиссию еврооблигаций и выпуск депозитарных расписок.

Возможность управлять долгом. Если облигационный заем является рыночным и ценные бумаги обращаются на вторичном рынке, то эмитент может на рынке покупать свои собственные облигации. В случае роста процентных ставок по сравнению с купонной ставкой цены облигаций становятся ниже номинала, и эмитенту выгодно скупить облигации по этой цене в настоящем, нежели в будущем гасить облигации по номиналу. Безусловно, данная операция может иметь место только в том случае, если у эмитента есть свободные денежные средства. Кроме того, по выкупленным облигациям эмитент экономит на купонных платежах. Когда процентные ставки понижаются, а цены на облигации повышаются, эмитент может продать облигации, получая при этом доход как разницу между ценой продажи и ценой покупки. За счет операций с облигациями на вторичном рынке эмитент может существенно снизить стоимость обслуживания облигационного займа.

Таким образом, облигационные займы обладают целым рядом существенных преимуществ по сравнению с банковскими кредитами, что учитывают и эмитенты, и инвесторы.

Ограничения, связанные с выпуском облигаций. Следует отметить, что не все компании могут и способны выпустить облигации. Выпуск облигаций предвлекает к эмитенту повышенные требования, которые проявляются в следующем.

- Большая финансовая открытость компании перед инвесторами. Компания в проспекте эмиссии облигаций должна раскрыть информацию о своем финансовом состоянии, что позволяет инвесторам оценить риски и принять обоснованные решения о целесообразности приобретения облигаций данной конкрет-

ной компании. При этом инвесторов, как правило, интересуют направления инвестирования денежных средств и их эффективность. В дальнейшем участники рынка будут вести постоянные наблюдения за финансовыми потоками и направлениями использования привлеченных средств.

- Раскрытие информации о бизнесе и основных собственниках. Инвесторы, приобретающие облигации, как правило, хотят знать, кому они доверяют свои средства.
- Более высокая ответственность эмитента по выплате денежных средств по облигациям, нежели при банковском кредите. Если у компании возникают финансовые трудности, то при кредитовании можно договориться с банком о реструктуризации кредита или переносе срока выплаты. При облигационном займе неисполнение эмитентом своих обязательств грозит компании тем, что инвесторы обратятся в суд с иском о возмещении ущерба, и даже если компания выполнит свои обязательства, то ее репутация будет потеряна.

Эти факторы компании должны учитывать при выборе источника долгового финансирования.

14.3. Виды облигаций

Для изучения и характеристики тех или иных типов облигаций все их многообразие можно представить в виде отдельных групп. В зависимости от того, какой классификационный признак положен в основу группировки, можно выделить несколько видов облигаций.

В зависимости от обеспечения облигации подразделяются на *обеспеченные (закладные)*, которые выпускаются под залог конкретного имущества предприятия (здания, машины, оборудование и т.д.) и *необеспеченные (беззакладные)* — прямые долговые обязательства, выполнение которых гарантировано только общей платежеспособностью компании.

Первая группа — обеспеченные облигации. Инвесторы, приобретая облигации, кредитуют эмитента и тем самым принимают на себя кредитный риск, который заключается в том, что заемщик может не вернуть долг в силу своей несостоятельности. Поэтому инвестор, чтобы быть уверенным в возврате инвестированного капитала, должен тщательно анализировать перспективы развития компании. Чтобы снизить кредитный риск и сделать выпуск облигаций более привлекательным в глазах инвесторов, эмитенты выпускают обеспеченные облигации.

Технология выпуска данного вида облигаций выглядит следующим образом. Выпуская закладные облигации, компания стремится повысить степень доверия инвесторов к своим ценным бумагам. В случае невыполнения предприятием своих обязательств владельцы закладных облигаций могут через суд обратиться за взысканием на заложенное имущество и вернуть свой капитал. Поэтому закладные облигации являются привлекательным финансовым инструментом для инвесторов.

Для выпуска закладных облигаций компания подписывает договор залога с доверенным лицом (трасти (trustee)), в качестве которого могут выступать банки, инвестиционные компании, известные юридические фирмы, пользующиеся доверием инвесторов. В договоре фиксируются условия выпуска, стоимость заложенного имущества, порядок взаимодействия эмитента с доверенным лицом и владельцами облигаций, накладываемые на предприятие ограничения и др.

В обязанности трасти входит контроль за финансовым положением компании, направлениями ее деятельности, состоянием капитала, оборотных средств и другими параметрами с тем, чтобы предпринять необходимые меры, защищающие инвесторов и обеспечивающие выполнение обязательств заемщика перед кредиторами. Эмитент оплачивает услуги доверенного лица, что увеличивает стоимость долга. При нарушении заемщиком условий договора компания, действующая от имени всех владельцев облигаций, обязана потребовать от эмитента соблюдения этих условий или предпринять определенные меры. Если заемщик не может выполнить предъявленные к нему требования, то доверенное лицо вправе потребовать выкупа всех выпущенных облигаций.

Как правило, для определения стоимости передаваемого в залог имущества приглашается профессиональный оценщик, заключение которого является основой для определения стоимости залога. Стоимость передаваемых в залог активов должна превышать стоимость облигационного выпуска, чтобы у залогодержателя был определенный резерв, обеспечивающий безопасность облигационеров. Величина дисконта обычно составляет 25—30%, а в ряде случаев достигает 50%. Размер дисконта определяется качеством и надежностью заложенного имущества: чем более надежен залог, тем меньше дисконт.

Среди обеспеченных облигаций выделяются:

ипотечные облигации, выпущенные под залог земли или недвижимости. Данные облигации являются наиболее надежными, так как с течением времени эти объекты в цене не теряют. Поэтому, закладывая недвижимость, компания может привлечь финансовые ресурсы на сумму, близкую к стоимости залога;

облигации с переменным (плавающим) залогом, по которым в качестве обеспечения выступают машины, оборудование, материалы и другие активы компании. Термин «переменный» (плавающий) залог подчеркивает, что стоимость заложенного имущества подвержена значительно большим колебаниям, чем земля или недвижимость. Если станки и машины не используются и хранятся на складе, то они все равно обесцениваются, так как морально устаревают. Поэтому облигации с переменным залогом считаются менее надежными, чем ипотечные, так как заложенное имущество со временем обесценивается. В этой связи организатор выпуска произведет эмиссию облигаций на сумму, существенно меньшую, чем стоимость залога. По этим облигациям дисконт от стоимости заложенного имущества может составлять 50% и более;

облигации под залог ценных бумаг обеспечены акциями, облигациями и другими ценными бумагами, которые принадлежат эмитенту. Стоимость залога определяется рыночной ценой данных ценных бумаг. В зависимости от качества закладываемых ценных бумаг определяется сумма, на которую могут быть выпущены облигации.

Вторая группа — необеспеченные облигации. Необеспеченные облигации являются простыми долговыми обязательствами компании, выпущенными без какого-либо обеспечения. Претензии владельцев необеспеченных облигаций удовлетворяются в общем порядке наряду с требованиями других кредиторов. Фактическим обеспечением таких облигаций служит общая платежеспособность компании. Как правило, к выпуску необеспеченных облигаций прибегают крупные и известные компании, имеющие высокий рейтинг и хорошую кредитную историю. Имя этих компаний уже служит гарантом возврата денежных средств.

Хотя данные облигации не обеспечены залогом конкретных активов, инвесторы в определенной мере защищены условиями их выпуска. Обычно в качестве одного из условий предусматривается положение о «негативном залоге», т.е. запрете на передачу имущества фирмы в залог другим кредиторам. В результате инвесторы имеют в качестве обеспечения возврата вложенных средств все активы фирмы. Кроме того, в проспекте эмиссии облигаций могут содержаться и другие защитительные статьи, гарантирующие инвесторам безопасность вложений. Например, обязательства эмитента поддерживать соотношение заемного и собственного капитала на определенном уровне; не производить новые облигационные займы до погашения предыдущих займов; осуществлять регулярные отчисления в специальный фонд для погашения облигаций и т.д.

Издredка к выпуску необеспеченных облигаций прибегают молодые быстро прогрессирующие фирмы, у которых нет реальных физических

активов, могущих служить залогом, но есть перспективы роста. Такие облигации из-за большой вероятности неисполнения обязательств нередко называют «мусорными» или *бросовыми* (*junk bonds*). Чтобы привлечь инвесторов к покупке данных облигаций, эмитент вынужден выплачивать по ним высокий доход. Если компания реализует имеющийся потенциал развития, то облигации будут погашены, а инвесторы получат высокую доходность.

В целях защиты интересов инвесторов российское законодательство устанавливает определенные ограничения на выпуск необеспеченных облигаций, которые могут быть эмитированы не ранее третьего года существования компании [2, ст. 33]. Это позволяет инвесторам проанализировать финансовое состояние предприятия как минимум за два предшествующих года, изучить кредитную историю фирмы и принять взвешенное решение. При этом выпуск облигаций без обеспечения возможен в размерах, не превышающих величину уставного капитала компании, и только после его полной оплаты. Если компания предполагает осуществить облигационный заем на сумму, превышающую размер уставного капитала, то она должна получить обеспечение от третьих лиц.

Необеспеченные облигации пониженного статуса (субординированные облигации) — это долговые обязательства компании, которые по своим правам уступают другим долговым обязательствам, т.е. требования по ним удовлетворяются в последнюю очередь по сравнению с другими кредиторами, но до удовлетворения прав владельцев привилегированных и обыкновенных акций. Поэтому чтобы быть привлекательными для инвесторов и компенсировать риск вложений, такие облигации должны иметь более высокую доходность относительно других долговых инструментов. В ряде случаев законодательство допускает возможность учитывать средства, полученные от выпуска субординированных облигаций, в составе собственного капитала. Это касается в первую очередь коммерческих банков, которым установлен норматив достаточности собственного капитала.

Выпуская субординированные облигации, компании зачастую предусматривают для инвесторов возможность их конвертации в акции. Это делает для инвесторов выпуск данных облигаций более привлекательным, а компания может разместить эти облигации с меньшей доходностью, чем обычные субординированные облигации.

Промежуточное положение между обеспеченными и необеспеченными облигациями занимают гарантированные и застрахованные облигации.

Гарантированные облигации (guaranteed bonds) выпускаются эмитентом под гарантию третьих лиц. Если эмитент не может выполнить

облигационные обязательства, то их выполняют фирмы-гаранты. Обычно в качестве гаранта привлекаются банки и крупные корпорации, в том числе материнские компании по отношению к эмитенту, имеющие хорошее финансовое состояние. Это повышает рейтинг облигаций, и эмитенту удастся привлечь денежные средства при более низких процентных платежах.

Застрахованные облигации (insured bonds) выпускаются компаниями, имеющими сравнительно низкий кредитный рейтинг. Без страхования эмитент по выпускаемым облигациям обязан будет производить высокие купонные платежи, чтобы привлечь инвесторов. Большие купонные платежи ухудшают финансовое состояние эмитента и для многих компаний являются весьма обременительными. При этом следует учитывать, что далеко не все инвесторы готовы пойти на риск покупки высокодоходных облигаций, по которым возможно невыполнение эмитентом своих обязательств.

Чтобы снизить риск, эмитент страхует облигационный выпуск в страховой компании, имеющей высокий рейтинг. В результате этого рейтинг облигаций повышается и становится сопоставимым с рейтингом страховой компании, вследствие чего эмитент может получить экономию на купонных платежах. Часть этой экономии идет на уплату страховки, а другая часть остается у эмитента, и в целом у него уменьшаются суммарные платежи в виде купонов и страховой премии.

В зависимости от способа получения дохода различают:

купонные облигации, по которым в течение всего срока действия облигаций производятся периодические платежи;

бескупонные (дисконтные) облигации. По данным облигациям эмитент никаких купонных выплат не производит, а инвесторы получают доход за счет того, что при размещении облигация сразу же продается с дисконтом от номинала.

Купонные облигации. При выпуске облигаций эмитент устанавливает ставку купона в процентах к номинальной стоимости. Исторически сложилось, что при эмиссии облигаций к ним прилагались купоны с указанием на них процента дохода и даты его выплаты. Владелец облигации предъявлял облигацию с купонами для получения дохода. Облигационеру выплачивался причитающийся ему доход, а купон отрезался (гасился). Отсюда и пошел термин «стрижка купонов». По купонным облигациям с началом купонного периода идет накопление денежных средств, которые затем выплачиваются владельцам облигаций. Погашая облигацию, эмитент одновременно выплачивает владельцам номинальную стоимость облигации и сумму по последнему купону.

В зависимости от определения величины купона различают облигации с фиксированным и плавающим (переменным) купоном.

Облигации с фиксированным купоном. По данным облигациям купонные ставки установлены в неизменном размере на протяжении всего срока их обращения.

Пример. Компания выпустила облигации сроком на пять лет с купонной ставкой 12% годовых с выплатами 2 раза в год. Это означает, что раз в полгода инвестор будет получать сумму, равную 6% от номинала.

Установление фиксированной процентной ставки возможно при стабильной экономике, когда колебания цен и процентных ставок весьма незначительны. В условиях высоких и резко изменяющихся процентных ставок установление фиксированной номинальной доходности чревато высоким риском для эмитента. При снижении процентных ставок эмитент должен будет выплачивать инвесторам доход по ставке, зафиксированной при эмиссии облигаций. Если в момент выпуска облигаций доходность в размере 12% соответствовала рыночным условиям и эмитент установил 12%-ный купон, а затем рыночные процентные ставки пошли вниз, т.е. деньги на рынке стоят дешевле, например, на 8%, то эмитент обязан будет выплачивать 12%.

Облигации с плавающим (переменным) купоном. Такой тип облигаций первоначально начал выпускаться в США в начале 1980-х гг., когда процентные ставки были достаточно высоки и имели тенденцию к изменению. В этих условиях компании предпочитали выпускать облигации с плавающей процентной ставкой, привязанной к какому-либо показателю, отражающему реальную ситуацию на финансовом рынке. Обычно в США обязательства с плавающим процентом привязаны к доходности по трехмесячным казначейским векселям, выпускаемым американским правительством. При выпуске таких облигаций устанавливается процентная ставка на первые три месяца, а затем через каждые три месяца ставка корректируется в зависимости от доходности по казначейским векселям.

Реальная процентная ставка по облигациям конкретной компании складывается из двух составляющих:

- процентной ставки по казначейским векселям;
- дополнительной премии за риск.

В Европе величина переменного купона очень часто привязана к ставке на международном рынке межбанковских кредитов (*LIBOR*), характеризующей стоимость привлечения финансовых ресурсов для первоклассных заемщиков. Ставка *LIBOR* ежедневно фиксируется

в 11.00 по основным мировым валютам на срок 1, 2, 3, 4, 6 и 12 месяцев. Купонная ставка устанавливается как ставка *LIBOR* плюс (минус) некоторое число базисных пунктов. Один базисный пункт равен $\frac{1}{100}$ процента.

Пример. Установлена шестимесячная ставка *LIBOR* в долларах США + 225 базисных пунктов. При этом шестимесячная ставка *LIBOR* составляет 3,53%. В этом случае ставка купона будет равна $3,53 + 2,25 = 5,78\%$. Купонная ставка, рассчитанная таким образом, фиксируется на срок три или шесть месяцев, по истечении которого она пересматривается исходя из ставки *LIBOR* на дату пересмотра.

Учитывая нестабильную экономическую ситуацию в России в 1990-х гг., эмитентами широко применялся выпуск облигаций с плавающей процентной ставкой. В 1995 г. в России впервые были выпущены облигации федерального займа и облигации государственного сберегательного займа с плавающим купоном. В 2000—2001 годах многие российские компании выпускали облигации с переменным купоном, размер которого определялся в зависимости от изменения каких-либо макроэкономических показателей: инфляции, ставки рефинансирования Банка России, доходности денежного рынка и т.п.

Доход по купонным облигациям может выплачиваться ежеквартально, раз в полугодие, ежегодно. В странах, где преобладает англосаксонское право (США, Великобритания, Австралия, Канада), купоны обычно выплачиваются 2 раза в год. В европейских странах купонные платежи, как правило, являются годовыми. В России пока нет жестких устоявшихся правил периодичности выплаты купонов. Купонные платежи производятся и ежеквартально, и по полугодиям. Иногда встречаются нестандартные периоды выплаты купонов. Например, ОАО «МГТС» выпускало облигации с плавающими купонами, выплаты по которым производились 3 раза в год, т.е. каждые четыре месяца. Отметим, что в последнее время российские компании все чаще выпускают облигации с полугодовыми купонами.

Дисконтные облигации. Это облигации с нулевым купоном, т.е. проценты по ним не выплачиваются, а владелец облигации получает доход за счет того, что облигация продается с дисконтом, т.е. по цене ниже номинала. Выкуп облигаций эмитент осуществляет по номинальной стоимости, в результате чего их владельцы получают соответствующий доход.

Пример. Компания выпустила облигации номиналом 1000 руб. и разместила их по цене 920 руб. Разница между номиналом и ценой облигации в размере 80 руб. образует доход инвестора.

Облигации со свойствами акций. С развитием финансового инжиниринга в странах с развитым финансовым рынком появляются сложные финансовые инструменты, которые сочетают в себе свойства акций и облигаций. Одной из разновидностей таких инструментов являются *доходные облигации*. Компания обязана выплачивать владельцам процентный доход по данным облигациям только в том случае, если у нее есть прибыль. Если прибыли нет, то доход не выплачивается. Такой подход к выплате дохода на вложенный капитал характерен для акций. Однако в США его применяют, выпуская доходные облигации, которые могут быть простыми и кумулятивными. По *простым облигациям* невыплаченный доход за предыдущие годы компания не обязана возмещать в последующие периоды даже при наличии достаточно большой прибыли. По *кумулятивным облигациям* невыплаченный в связи с отсутствием прибыли процентный доход накапливается и выплачивается в последующие годы.

Как правило, период накопления невыплаченного дохода составляет не более трех лет. В условиях выпуска кумулятивных доходных облигаций должно быть предусмотрено, что до тех пор, пока не выплачен процентный доход по облигациям, дивиденды по привилегированным и обыкновенным акциям не выплачиваются. Доходные облигации имеют более высокий статус при ликвидации компании, чем акции и облигации пониженного статуса.

Особую разновидность составляют *облигации с участием*. Они по характеру своего действия весьма близки к доходным облигациям и имеют черты, сходные с акциями. Величина купона по данным облигациям состоит из двух компонентов: фиксированной ставки и надбавки, которая определяется в зависимости от получаемой компанией прибыли. В этом случае в проспекте эмиссии будет указано, что помимо фиксированной ставки владельцы данных облигаций будут участвовать в распределении прибыли и получают, например, 3% чистой прибыли.

Иногда размер надбавки привязан к величине дивиденда, выплачиваемого по акциям. В данной ситуации выплачиваемая по купону сумма будет состоять из двух слагаемых: фиксированной суммы и надбавки в виде части дивиденда по акциям. Например, условиями выпуска таких облигаций может быть определено, что величина купона составляет $5\% + \frac{1}{2}$ дивиденда по обыкновенным акциям. Так как дивиденды выплачиваются за счет чистой прибыли, то размер купонных платежей владельцам облигаций с участием поставлен в зависимость от эффективности деятельности компании.

Подход, при котором размер купона по облигациям зависит от результативности деятельности компании, не характерен для отношений, складывающихся между кредитором и заемщиком. В стандартной ситуации кредитор получает вознаграждение за предоставленные заемщику денежные средства вне зависимости от того, насколько эффективно заемщик использует эти средства. Установление зависимости между суммой выплат на капитал и результативностью деятельности предприятия характерно для акционеров, которые являются собственниками компании. Благосостояние собственника должно определяться успехом деятельности фирмы. Поэтому вполне логично, что дивиденды выплачиваются за счет прибыли.

Для облигаций же характерна ситуация, когда купонные выплаты производятся до налогообложения прибыли, т.е. их размер не зависит от того, есть у компании прибыль или нет. Для участвующих и доходных облигаций это классическое положение не соблюдается. Часть дохода выплачивается за счет прибыли, что делает эти облигации похожими на акции. В этой связи многие специалисты отмечают, что в последние годы увеличивается объем выпуска сложных облигаций, в механизме действия которых присутствуют элементы, присущие другим финансовым инструментам. Поэтому в США выпущены разъяснения министерства финансов по отношению финансового инструмента к акциям или облигациям для целей налогообложения. Если ценная бумага, которую эмитент называет облигацией, по своей сути имеет свойства долевой ценной бумаги, то она может быть классифицирована как акция, а выплата процентов будет рассматриваться как дивидендные платежи. Однако, как отмечают Р. Уилсон и Ф. Фаббози, ни одна характеристика в вопросе определения, чем является инструмент — облигацией или акцией, не является безусловно определяющей [42, с. 14].

Индексируемые облигации. Выпускаются с целью защиты инвестора от обесценения облигаций в связи с инфляцией, изменением валютного курса и т.п. Поэтому отличительной чертой данных облигаций является то, что сумма выплат по купону и номинальная стоимость облигаций корректируются на специальный коэффициент, отражающий изменение соответствующего показателя (температура инфляции, динамика валютного курса и т.п.). Впервые индексируемые облигации появились в 1970-х гг. в Великобритании. Эти годы характеризовались неустойчивыми темпами развития экономики и сравнительно высокой инфляцией. Поэтому, чтобы уберечь средства инвесторов от обесценения британским правительством, были выпущены индексируемые облигации, по которым сумма купонных выплат и номинальная стоимость облигации корректировались в зависимости от темпов инфляции.

В России индексируемые облигации выпускали некоторые компании с целью снятия проблемы валютного риска. Российское предприятие-резидент на российском рынке имеет право выпускать только рублевые облигации. В этом случае инвестор, покупая обычную облигацию за рубли, принимает на себя риск обесценения национальной валюты. Продержав облигацию до срока окончания действия, при погашении ему будет выплачена сумма в рублях, равная номинальной стоимости. Если за это время курс доллара существенно вырос, то реальная доходность для инвестора может оказаться отрицательной величиной. Поэтому для успешного размещения облигаций предприятие должно предложить такой финансовый инструмент, который защитил бы владельцев рублевых облигаций от обесценения рубля по сравнению с долларом. Особенно остро эта проблема стояла в конце XX в., когда в результате кризиса 1998 г. российский рубль всего за один год резко девальвировался: с 6 до 25 руб. за 1 дол. Поэтому многие российские компании в те времена выпускали индексируемые облигации. Так, во второй половине 1999 г. крупнейшие корпорации (Газпром, Лукойл, ТНК) выпустили индексируемые облигации в привязке к курсу доллара.

Пример. Рассмотрим механизм индексации на примере облигаций ОАО «Газпром». По данным ценным бумагам предусматривается индексация в соответствии с динамикой валютного курса. Проспектом эмиссии предусмотрены следующие параметры выпуска облигаций:

- номинальная стоимость облигации = 1000 руб.;
- купонная ставка = 5%;
- периодичность купонных выплат = 2 раза в год;
- объем выпуска = 3 млрд руб.;
- срок обращения облигации = 4 года (дата погашения 15 апреля 2003 г.);
- облигация имеет девять купонов.

При этом купоны с первого по восьмой предусматривают периодические (полугодовые) купонные выплаты в размере 5% годовых, а девятый купон предусматривает денежные выплаты, компенсирующие потери инвестора в связи с обесценением номинальной стоимости облигации из-за динамики валютного курса.

В течение срока обращения облигаций производится восемь полугодовых купонных платежей. Сумма, подлежащая выплате по отдельному купону (C_m), определяется по формуле:

$$C_m = N \times \frac{5}{100} \times \frac{T_k}{365} \times \frac{R_m}{R_0},$$

- где N — номинальная стоимость облигации;
 R_0 — средний курс доллара за 30 дней, предшествующих дате начала размещения облигаций;
 R_m — средний курс доллара за 30 дней, предшествующих дате окончания m -го купонного периода;
 T_k — длительность m -го купонного периода.

При помощи коэффициента $\frac{R_m}{R_0}$ осуществляется индексация купонных выплат, что обеспечивает получение инвестором дохода в размере 5% годовых в валюте.

Рассчитаем сумму, выплачиваемую по m -му купону, на основании следующих данных: $R_0 = 25,11$, $R_m = 27,69$; длительность купонного периода составляет 182 дня:

$$C_m = 1000 \times \frac{5}{100} \times \frac{182}{365} \times \frac{27,69}{25,11} = 27,49 \text{ руб.}$$

Если бы индексации не было, то при 5%-ном купоне инвестор за полугодие получил бы сумму, равную 25 руб.

Особую роль играет девятый купон, при помощи которого производится индексация номинальной стоимости облигации. Девятый купонный период начинается в дату размещения облигаций и заканчивается в дату их погашения. Данный купон рассчитывается по формуле:

$$C_9 = N \times \Delta R = N \times \left(\frac{R_9}{R_0} - 1 \right).$$

Выражение $\left(\frac{R_9}{R_0} - 1 \right)$ отражает динамику валютного курса и может иметь как положительное значение, если $R_9 > R_0$, так и отрицательное при $R_9 < R_0$. В этой связи условиями выпуска облигаций компании «Газпром» предусмотрено, что показатель ΔR применяется только при его положительном значении.

Если ΔR имеет отрицательное значение, то величина ΔR принимается равной нулю, т.е. индексация номинала в сторону уменьшения не производится, что вполне корректно по отношению к инвесторам.

При погашении облигаций их владельцы получают: номинальную стоимость облигации, доход по восьмому купону и доход по девятому купону. Данный пример наглядно демонстрирует, что при выходе на финансовый рынок компания должна учитывать интересы инвесторов, чтобы успешно разместить свои ценные бумаги.

Выпуская облигации, компания устанавливает дату погашения, но в определенных случаях некоторые облигации могут быть погашены досрочно. С этой точки зрения облигации можно разделить на две группы:

безотзывные облигации, которые будут погашены именно в дату окончания срока действия облигационного займа;

облигации, которые могут быть погашены досрочно.

Безотзывные облигации в свою очередь подразделяются на два типа. К первому типу относятся *облигации, погашаемые единовременно*, т.е. единовременно гасится весь объем эмиссии. Большинство выпусков российских корпоративных облигаций относится к данному типу. Выпуская акции с единовременным сроком погашения, эмитенту придется в день погашения изыскать значительную сумму денежных средств для выплаты инвесторам номинальной стоимости всех погашаемых облигаций.

Когда объем эмиссии очень большой, тогда компании прибегают к выпуску облигаций второго типа, так называемых *амортизируемых облигаций*. Эти облигации гасятся не сразу, а по частям. Чтобы уменьшить бремя единовременных выплат предприятия, прибегают к выпуску облигаций, которые погашаются постепенно в течение определенного периода времени. В этом случае предприятие одновременно с выплатой купона погашает и часть номинальной стоимости облигации.

Компании выстраивают линию погашения облигаций в зависимости от своего финансового состояния и наличия свободного потока денежных средств. Как правило, в течение первых лет облигации не погашаются, а частичное погашение начинается во второй половине срока действия облигации. Например, компания «Северо-западный Телеком» выпустила четырехлетние облигации, предусмотрев амортизацию долга. Первая дата погашения была установлена через три года после выпуска, в которую владельцам облигаций выплатили 30% номинальной стоимости облигаций, через полгода погасили еще 30%, и оставшиеся 40% погасили в конечный срок обращения облигаций. Выпуская амортизируемые облигации, компания, стремясь сделать выплаты более равномерными, по сути выстраивает график погашения долга.

Облигации, которые могут быть погашены досрочно. Облигации как ценной бумаге с фиксированным доходом присущ процентный риск, суть которого заключается в следующем. Облигация выпускается на длительный срок, и по ней установлен фиксированный купонный доход, который эмитент обязуется выплачивать инвесторам в течение всего срока действия облигаций независимо от складывающихся на рынке процентных ставок. В период обращения облигаций на рынке процентные ставки могут изменяться как в сторону повышения, так и в сторону уменьшения.

Для инвестора риск покупки облигаций с фиксированным купоном связан с возможным будущим ростом процентных ставок. Чем больше рост, тем большие потери несет инвестор из-за того, что эмитент выплачивает ему доход по купону, ставка которого была определена при выпуске облигаций, а рыночные процентные ставки за период обращения облигаций возросли.

Пример. В момент выпуска облигаций рыночные процентные ставки составляли 10%. На этом уровне был установлен купон, который эмитент обязуется выплачивать в течение всего срока обращения облигаций. Однако с течением времени рыночные процентные ставки выросли, и деньги на рынке стоят 15%, а компания продолжает выплачивать владельцам облигаций купон в размере 10%. Разница между рыночными процентными ставками и купонной ставкой составляет потери инвестора от недополучения дохода.

Процентный риск несет и эмитент. Для него данный риск заключается в возможном снижении рыночных ставок. Если процентные ставки на рынке упали до 6%, т.е. деньги на рынке стоят 6%, то эмитент в соответствии с условиями выпуска будет продолжать платить по облигациям 10%. Для него обслуживание облигационного займа обходится дорого.

Таким образом, выпуск облигаций с фиксированной датой погашения несет в себе определенный риск, связанный с изменением процентных ставок. Чтобы нивелировать данный вид риска, компании начали выпускать облигации, по которым предусмотрена возможность их досрочного погашения. Среди данных облигаций можно выделить отзывные и возвратные облигации.

Отзывные облигации. Чтобы застраховать себя от потерь при выплате фиксированного купонного дохода в условиях падения процентных ставок, компании прибегают к досрочному погашению своих облигаций. Право на досрочное погашение означает, что предприятие может отозвать облигации до истечения официально установленной даты их погашения. Для этого в условиях выпуска облигаций должно

быть оговорено право компании на *досрочное погашение* (*right to call or callability*).

Это дает безусловные преимущества в проведении политики заимствования в зависимости от изменения уровня процентных ставок. Если процентные ставки снижаются, то предприятие реализует свое право на досрочное погашение, чтобы не платить слишком высокие проценты. Взамен погашаемых ценных бумаг фирма может выпустить новые облигации с меньшей купонной ставкой, что снижает стоимость обслуживания долга. Если же процентные ставки растут, то компания своим правом на досрочное погашение не воспользуется. В этом случае предприятие получает экономический выигрыш. Если компания выпустила сроком на 10 лет 15%-ные облигации, что соответствовало рыночным процентным ставкам в момент размещения, а менеджеры прогнозируют снижение процентных ставок, то в проспекте эмиссии будет сделана оговорка о возможности компании досрочно погасить облигации (предположим, после пяти лет). Если за этот период процентные ставки возросли до 17%, то, естественно, компания своим правом досрочного погашения не воспользуется. Она будет выплачивать владельцам облигаций 15%-ный купонный доход, хотя деньги на рынке стоят 17%.

То, что для предприятия является плюсом, для инвестора оборачивается минусом. При досрочном погашении инвестор не получит всей суммы планируемого дохода. Чтобы защитить интересы инвесторов, в условиях выпуска обычно оговаривается срок, в течение которого компания не может воспользоваться своим правом на досрочный выкуп. В течение этого периода инвестор защищен от досрочного отзыва облигаций и имеет гарантированный купонный доход, установленный при выпуске облигаций в обращение.

Для инвестора отзывные облигации являются более рискованными, так как при понижении процентных ставок компания погасит облигации досрочно и не позволит инвесторам получить доходность выше рыночной. При росте процентных ставок инвестор будет получать только оговоренный в проспекте эмиссии доход, который дает доходность ниже рыночной. В этой связи инвестор будет требовать от эмитента компенсации повышенного риска через установление более высокой купонной ставки по отзывным облигациям по сравнению с безотзывными.

Российское законодательство допускает досрочное погашение облигаций. Однако в отличие от западных стран в России досрочное погашение облигаций возможно только по желанию их владельцев [2, ст. 33]. Следует отметить, что российское законодательство, устанавли-

ливая возможность досрочного погашения облигаций по желанию владельцев, существенно ограничивает инициативу предприятий в проведении финансовой политики. Таким образом, в зарубежной практике право досрочного погашения облигаций является привилегией компании, а в России — привилегией владельцев облигаций.

Предусматривая в проспекте эмиссии облигаций право досрочного погашения, компания заранее устанавливает цену, по которой будут выкупаться облигации. Цена отзываемой облигации, как правило, состоит из трех элементов: номинальной стоимости облигации, купонного дохода и премии за долгосрочное погашение. Если облигации выпущены с низкой купонной ставкой и в дальнейшем ожидается рост процентных ставок, то предусматривать при выпуске право досрочного погашения вряд ли целесообразно.

В мировой практике облигации с правом компании на досрочное погашение рассматриваются как облигации со встроенным опционом для эмитента, который может исполнить этот опцион, т.е. погасить облигацию, или не воспользоваться своим правом, т.е. не исполнять опцион и не гасить облигацию.

В развитых странах подавляющая часть корпоративных облигаций выпускается с правом компании на досрочное погашение. В США на долю отзывных облигаций приходится свыше 80% выпусков корпоративных облигаций.

Возвратные облигации. Возвратные облигации являются полной противоположностью отзывным облигациям. Если по отзывным облигациям право досрочного погашения принадлежит эмитенту, то по возвратным облигациям право принятия решения принадлежит инвесторам. Возвратные облигации предоставляют инвесторам право в определенные сроки предъявить облигации к выкупу эмитенту. Такая опция делает выпуск облигаций более привлекательным, так как в случае повышения процентных ставок инвестор имеет возможность вернуть облигацию эмитенту, получить денежные средства и reinvestировать их с большей доходностью.

Кроме того, следует учитывать и такой фактор риска, как ухудшение финансового состояния компании. В момент выхода на финансовый рынок эмитент может иметь прекрасное финансовое положение, что позволяет ему выпустить облигации на длительный срок под сравнительно небольшие процентные ставки. Однако с течением времени финансовое состояние эмитента может измениться в худшую сторону. Данную компанию рынок начинает рассматривать как более рискованную и требовать от нее более высокой доходности в виде дополнительной премии за возросший риск. Безусловно, предоставление ин-

весторам права вернуть облигации эмитенту снимает этот риск. Если при ухудшении финансового состояния компании наступает дата, когда инвесторы могут вернуть облигацию эмитенту, то реализация этого права полностью исключает этот риск. Инвестор, получив денежные средства, может их реинвестировать в облигации других компаний, которые соответствуют его представлениям об уровне риска.

Возможность инвестора вернуть облигацию эмитенту указывается в проспекте эмиссии. Конкретные условия возврата облигаций, касающиеся сроков, порядка предъявления облигаций, цены выкупа эмитентом представленных облигаций, указываются в оферте, которая публикуется в открытой печати и является предложением инвесторам продать облигации эмитенту.

Российские компании широко используют механизм оферты при выпуске облигаций. Одной из первых выпустила возвратные облигации «Тюменская нефтяная компания», которая в 1999 г. разместила четырехлетние облигации со сроком погашения в 2003 г. В условиях выпуска облигаций было оговорено право инвесторов предъявить облигации к выкупу компанией по истечении двух лет. По существу, инвесторам была предложена двухлетняя облигация. Если облигация по каким-либо причинам перестала удовлетворять инвестора, то ему не было необходимости дожидаться срока погашения в 2003 г., он начиная с 2001 г. мог предъявить облигации компании для выкупа. Таким образом, эта облигация более удобна для инвесторов. По этому пути пошел «Внешторгбанк», который выпустил двухлетние бескупонные облигации с правом инвесторов предъявлять их к выкупу банку каждые три месяца.

Выпуская облигации, предприятия не снимают для себя проблему процентного риска, так как при снижении рыночных процентных ставок инвесторы не будут предъявлять облигации к выкупу, а наоборот, будут держать их до срока погашения, получая большую доходность, чем рыночная. Данные облигации более привлекательны для инвесторов, так как они фактически являются краткосрочными и компаниям легче осуществить их размещение.

В то же время необходимо учитывать риски, которые несет предприятие, выпуская возвратные облигации. Весьма часто у компаний возникают временные финансовые трудности, которые впоследствии успешно преодолеваются. Но если в период финансовых затруднений наступает дата исполнения оферты, т.е. вероятность того, что все владельцы облигаций предъявят их эмитенту для выкупа, это еще больше усугубляет финансовое состояние компании и может привести к ее банкротству.

Выпуск возвратных облигаций характерен для развивающихся рынков, где риски инвестирования высоки и право инвестора вернуть облигацию эмитенту до истечения срока ее действия обеспечивает владельцу облигации дополнительную защиту.

По некоторым видам облигаций эмитент в условиях выпуска может предусмотреть создание специального фонда для их погашения. В соответствии с установленным графиком эмитент обязуется выкупать определенную часть облигаций у инвесторов. Цель выпуска облигаций с фондом погашения — снизить кредитный риск эмитента путем распределения выплат по годам. В определенной мере эти облигации похожи на отзывные. Разница заключается в том, что по отзывным облигациям эмитент может воспользоваться своим правом на досрочное погашение, а может и не воспользоваться, если процентные ставки пойдут вверх. По облигациям с фондом погашения эмитент обязан погашать облигации в соответствии с установленным графиком.

В ряде случаев в условиях выпуска предусматривается, что компания может производить ускоренное погашение, т.е. выплачивать большую сумму, чем предусмотрено графиком. Данным правом на ускоренное погашение предприятия пользуются в том случае, если процентные ставки снижаются, а цены на облигации начинают расти и превышают номинал. Реализуя свое право, компания производит погашение исходя из номинальной стоимости облигации. Таким образом, она хеджирует процентный риск. Следовательно, право эмитента на ускоренное погашение облигационного займа можно рассматривать как опцион-колл, что еще больше усиливает сходство данных облигаций с отзывными.

Инвесторы, учитывая возможности эмитента по досрочному погашению облигаций, рассматривают их как более рискованные, чем обычные облигации, и, естественно, требуют определенной премии за риск, что отражается в величине купонной ставки.

Частичное погашение облигационного займа за счет фонда погашения, как правило, производится по номинальной стоимости. При этом надо иметь в виду, что если процентные ставки растут, то цены на облигации снижаются. В этом случае выкуп облигаций по номиналу напоминает процедуру возврата инвесторами облигаций эмитенту. С этой точки зрения облигации с фондом погашения работают как возвратные облигации. При таком механизме погашения выигрывают инвесторы, а эмитент несет определенные потери, так как выкупает облигации по номиналу, хотя на рынке они стоят дешевле. В этой связи в целом ряде выпусков подобных ценных бумаг содержится оговорка, что эмитент имеет право за счет фонда погашения осуществлять

покупку облигаций на открытом рынке. Если он приобретает облигации по рыночным ценам, которые ниже номинальной стоимости, то эмитент имеет определенный экономический выигрыш от данной операции.

Для погашения облигаций эмитент назначает попечителя облигационного займа, который производит выплаты владельцам облигаций. В практике встречается несколько вариантов осуществления выплат:

- метод лотереи, при котором попечитель случайным образом выбирает облигации для погашения;
- метод равномерного распределения платежей, при котором каждому владельцу облигаций выплачивается одинаковая часть номинальной стоимости облигаций точно так же, как по амортизируемым облигациям;
- метод серийного распределения, при котором погашение производится поочередно в соответствии с серийными номерами облигаций.

Для привлечения капитала зарубежных инвесторов предприятия выходят на международные рынки облигаций. На мировых рынках можно выделить две группы облигаций: *иностранные облигации* и *евроблигации*.

Иностранная облигация — это облигация, выпущенная зарубежной компанией на рынке другой страны в валюте этой страны.

Наиболее привлекательными для эмитентов являются рынки США, Великобритании и Японии, где сосредоточены колоссальные финансовые ресурсы. Если эмитент из другой страны хочет привлечь капитал на рынке США, то он выпускает облигации в долларах США, регистрирует проспект эмиссии в соответствии с американским законодательством и размещает облигации на американском рынке. Очень часто иностранные облигации получают броские названия, отражающие национальные признаки страны, в которой они размещаются (табл. 14.1).

Таблица 14.1

Названия иностранных облигаций

Страна размещения	Валюта	Эмитент	Название
США	доллар США	Неамериканская компания	Янки
Великобритания	фунт стерлингов	Неанглийская компания	Бульдог
Япония	йена	Неяпонская компания	Самурай
Испания	песета	Неиспанская компания	Матадор

Еврооблигации — это облигации, которые одновременно размещаются на рынках нескольких европейских стран. Рынок еврооблигаций сложился в 1960—1970-х гг. и завоевал большую популярность как среди эмитентов, так и среди инвесторов.

Характерными признаками рынка еврооблигаций, отличающими его от других международных облигационных рынков, являются:

- еврооблигации одновременно размещаются на рынках нескольких стран, в результате чего они не подвержены системам национального регулирования;
- отсутствуют ограничения по объемам заимствования;
- еврооблигации являются необеспеченными ценными бумагами;
- стоимость облигаций выражается в любой валюте по выбору эмитента. При этом валюта необязательно является денежной единицей страны регистрации эмитента или страны размещения облигационного займа. Наибольшей популярностью пользуются валюты четырех стран: США, Великобритании, Германии и Японии. На их долю приходится более 70% от общего объема выпусков еврооблигаций;
- размещение еврооблигаций проходит при помощи специально создаваемых эмиссионных синдикатов, в которые входят несколько банков из различных стран. Если российская компания хочет выпустить еврооблигации, то она обращается к эмиссионному синдикату, который выступает консультантом и организатором выпуска.

Отличительной чертой рынка еврооблигаций является то, что в качестве эмитентов выступают надежные заемщики, чья репутация и кредитоспособность не вызывают сомнений. Только в этом случае есть гарантия размещения облигационного выпуска.

Для компаний рынок еврооблигаций является достаточно выгодным, так как позволяет получить дешевые финансовые ресурсы для осуществления крупных инвестиционных проектов. Данные по некоторым выпускам еврооблигаций российских компаний на 16 февраля 2010 г. представлены в табл. 14.2.

Таблица 14.2

Еврооблигации российских компаний

Эмитент	Валюта	Дата погашения	Купонная ставка, %	Цена, % от номинала		Доходность, %
				спрос	предложение	
Лукойл	дол. США	05.11.2014	6,375	102,81	103,13	5,68
Газпром	евро	01.06.2015	5,875	102,19	102,50	5,38

Окончание

Эмитент	Валюта	Дата погашения	Купонная ставка, %	Цена, % от номинала		Доходность, %
				спрос	предложение	
Вымпел-ком	дол. США	30.04.2018	9,125	107,50	108,18	7,86
Вешторг-банк	дол. США	29.05.2018	6,875	100,98	101,35	6,72

14.4. Ценообразование облигаций

Осуществляя выпуск облигаций, компания должна определить, по какой цене она сможет их реализовать. По сути дела, цена продажи облигаций определяет объем средств, которые могут быть привлечены для целей развития компании. Предприятие, естественно, будет стремиться продать облигации по более высокой цене и установить низкую купонную ставку. Однако надо встать на позицию инвестора и оценить, захочет ли он покупать облигации по завышенной цене.

Инвестор, покупая облигацию, рассчитывает на получение периодических купонных выплат, а по истечении срока действия облигации — на получение ее номинальной стоимости. При этом покупатель исходит из того, что купонные платежи принесут ему определенную доходность на вложенный капитал. Однако эти платежи (купонные выплаты и погашение по номинальной стоимости) будут происходить в будущем, а облигацию надо покупать сегодня. Поэтому необходимо оценить будущие денежные поступления по облигации.

В общем виде текущую цену облигации можно представить как стоимость ожидаемого денежного потока, приведенного к текущему моменту времени. Денежный поток состоит из двух компонентов: купонных выплат и номинала облигации, выплачиваемого при ее погашении. Таким образом, цена облигации представляет собой приведенную стоимость купонных платежей и одновременно выплачиваемой суммы номинальной стоимости облигации при погашении.

Цена облигации определяется по формуле:

$$P_{\text{обл}} = \frac{C}{(1+r)} + \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{C}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C}{(1+r)^n} + \frac{H}{(1+r)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{C}{(1+r)^i} + \frac{H}{(1+r)^n},$$

где C — купонные выплаты;
 r — требуемая доходность;
 H — номинальная стоимость облигации;
 n — число лет до погашения облигации.

Пример. Если предприятие выпускает трехгодичную облигацию номинальной стоимостью 1000 руб. с купонной ставкой 12%, по которой купонные выплаты производятся один раз в год, и рыночная процентная ставка по аналогичным облигациям составляет 15% годовых, то компания может рассчитать цену продажи облигаций с помощью вышеприведенной формулы:

$$P_{\text{обл}} = \frac{120}{1+0,15} + \frac{120}{(1+0,15)^2} + \frac{120+1000}{(1+0,15)^3} = 931,5 \text{ руб.}$$

При установленном купонном доходе в размере 12% предприятию не удастся продать облигации по номиналу. Это обусловлено тем, что рыночная доходность аналогичных финансовых инструментов составляет 15% годовых, а предприятие по купонам будет выплачивать только 12%. Поэтому инвесторы не согласятся покупать облигации по номиналу, предприятию придется снижать цену, и когда она достигнет равновесного уровня 931,5 руб. за облигацию, тогда сделка купли-продажи будет совершена. Если предприятие стремится сэкономить на купонных платежах (например, установить их в размере 8% годовых), то ему придется еще больше снизить цену продажи, чтобы инвесторы приобрели облигации.

Мы уже говорили, что купонные выплаты могут производиться несколько раз в течение года (ежеквартально или по полугодиям). Если выплаты осуществляются несколько раз в году, то вышеприведенная формула несколько модифицируется и выглядит следующим образом:

$$P_{\text{обл}} = \frac{C/m}{1+r/m} + \frac{C/m}{(1+r/m)^2} + \dots + \frac{C/m}{(1+r/m)^{n \times m}} + \frac{H}{(1+r)^n},$$

где m — количество купонных выплат в течение года.

Пример. Используем предыдущий пример по трехлетней облигации при тех же параметрах, но с условием, что выплаты по купонам производятся дважды в год. В этом случае цена облигации составит:

$$P_{\text{обл}} = \frac{120/2}{1+0,15/2} + \frac{120/2}{(1+0,15/2)^2} + \frac{120/2}{(1+0,15/2)^3} + \frac{120/2}{(1+0,15/2)^4} + \frac{120/2}{(1+0,15/2)^5} + \frac{120/2}{(1+0,15/2)^6} + \frac{1000}{(1+0,15/2)^3} = 939,1 \text{ руб.}$$

По данным облигациям предприятие за период их действия произведет шесть купонных платежей по 60 руб. каждый. Как мы видим, цена облигации при полугодовых купонных выплатах выше и со-

ставляет 939,1 руб. Это обусловлено тем, что купонные платежи идут не в конце каждого года, а по полугодиям и инвестор раньше получает денежные средства. Поэтому за более ранние поступления денежных средств он готов заплатить более высокую цену.

Если купонные выплаты идут несколько раз в течение года, то вышеприведенная формула несколько видоизменяется. В формуле вместо числа полных лет необходимо брать число купонных выплат. При этом дробная часть купонного периода определяется с учетом количества дней в купонном периоде. Если число купонных выплат в году равно m , то в формуле определения цены облигации показатели i и n умножаются на m , а величина k определяется по формуле:

$$k = \frac{t}{T},$$

где t — число дней с даты совершения сделки до даты очередных купонных выплат;
 T — число дней в купонном периоде.

При заимствовании на короткий отрезок времени предприятия иногда прибегают к выпуску бескупонных облигаций, которые продают инвесторам с дисконтом по цене ниже номинала. Бескупонную облигацию можно рассматривать как частный случай купонной облигации, только все купоны равны нулю. Поэтому цена бескупонной облигации рассчитывается по формуле:

$$P_{\text{обл}} = \frac{H}{(1+r)^n}.$$

Отличительной особенностью бескупонных облигаций, как указывалось выше, является короткий период обращения (до одного года). В этом случае n , которое в формуле показывает число лет до погашения, получается дробной величиной. Чтобы не возводить показатель в дробную степень, на практике широко пользуются упрощенной формулой определения стоимости бескупонных облигаций:

$$P_{\text{обл}} = \frac{H}{1+r \times \frac{t}{365}},$$

где t — число дней до погашения облигации;
 r — рыночная годовая доходность.

Пример. Требуется определить цену бескупонной облигации номиналом 1000 руб., которую выпускает предприятие со сроком обращения 182 дня. Рыночная процентная ставка по облигациям ана-

логичного типа составляет 15% годовых. При таких условиях цена облигации будет равна:

$$P_{\text{обл}} = \frac{1000}{1 + 0,15 \times \frac{182}{365}} = 930,23 \text{ руб.}$$

После размещения облигаций они продаются на вторичном рынке. При этом цены облигаций весьма подвижны, они претерпевают постоянные изменения.

14.5. Доходность облигаций

Инвесторы приобретают тот или иной финансовый инструмент в надежде получить купонный доход на вложенный капитал. Для этого рассчитываются показатели доходности. Доходность облигаций вычисляется на основе данных о денежных потоках (купонных платежах и сумме погашения), сроках их осуществления и цены облигации.

Существуют определенные различия в методах расчета доходности по бескупонным и купонным облигациям.

По бескупонным облигациям инвестор получает доход как разницу между номинальной стоимостью облигации и ценой покупки. Если он додержит облигацию до срока погашения, то компания выплатит ему номинальную стоимость облигации. Вычислить показатель доходности по бескупонным облигациям можно на основе формулы расчета ее стоимости. Ранее приведенная формула расчета цены бескупонной облигации имеет следующий вид:

$$P = \frac{H}{(1+r)^n}.$$

Если мы купим облигацию по цене P , дождемся срока погашения и получим номинальную стоимость облигации, то какова же доходность наших вложений? Для этого нам необходимо определить значение r из данной формулы:

$$r_n = \left[\sqrt[n]{\frac{H}{P}} - 1 \right] \times 100,$$

где r_n — доходность к погашению¹;
 n — число лет до погашения;
 P — рыночная цена облигации, руб.

¹ Такое название показатель получил потому, что номинальную стоимость облигации предприятие выплатит инвестору только при погашении облигации.

Пример. Бескупонная облигация номинальной стоимости 1000 руб. котируется по цене 735 руб. До погашения осталось четыре года. Если инвестор приобретет эту облигацию и продержит ее до погашения, то его годовая доходность составит 8%:

$$r_n = \left[\sqrt[4]{\frac{1000}{735}} - 1 \right] \times 100 = 8\%.$$

Как указывалась ранее, бескупонные облигации — это краткосрочные бумаги, которые, как правило, обращаются не более года. Поэтому показатель n является дробным числом. В практической деятельности для краткосрочных облигаций достаточно широко используется упрощенный метод расчета показателя доходности к погашению:

$$r_n = \frac{(H - P)}{P} \times \frac{365}{t} \times 100,$$

где r_n — доходность к погашению;
 H — номинальная стоимость облигации, руб.;
 P — цена облигации, руб.;
 t — количество дней от даты покупки до даты погашения облигации;
 365 — число дней в году.

Первый множитель $\left(\frac{H - P}{P}\right)$ показывает реальную доходность, которую получит инвестор за период владения облигацией. При помощи второго множителя $\left(\frac{365}{t}\right)$ фактически полученная доходность приводится к годовой размерности.

Пример. На рынке бескупонная облигация продается по цене 80% от номинальной стоимости. До даты погашения осталось 182 дня. Требуется определить: какую доходность к погашению получит инвестор, купивший эту облигацию? Биржевые цены облигаций указываются не в рублях, а в процентах от номинальной стоимости. Поэтому номинал облигации принимается равным 100%. Доходность к погашению по данной облигации составит:

$$r_n = \frac{100 - 80}{80} \times \frac{365}{182} \times 100 = 50\%.$$

Если расчет произведен по сложному проценту, то мы получим:

$$r_n = \left[\sqrt[0,5]{\frac{100}{80}} - 1 \right] \times 100 = 56,25\%.$$

Рассчитанный таким образом показатель называют *эффективной доходностью*.

Разница в полученных значениях обусловлена тем, что в первом случае, получив средства от погашения облигаций, инвестор полученный доход забирает, а инвестирует на следующий срок только первоначальную сумму. Таким образом, если инвестор купил за полгода до погашения облигацию номинальной стоимостью 1000 руб. за 80%, т.е. за 800 руб., то при погашении он получит 1000 руб., из которых реинвестирует 800 руб. с такой же доходностью. Следовательно, за второе полугодие он тоже получит доход в размере 200 руб. Суммарный доход за год составит 400 руб. (200 + 200), а годовая доходность равна 50% (400 : 800).

Во втором случае предполагается, что после погашения облигации инвестор реинвестирует всю сумму (первоначальную и полученный доход). При погашении облигации через полгода после приобретения он получит 1000 руб., из которых 800 руб. — это возврат первоначальных инвестиций, а 200 руб. — это полугодовой доход. Всю полученную сумму в размере 1000 руб. он инвестирует еще на полгода с доходностью 25% и за второе полугодие получит доход 250 руб. Суммарный годовой доход равен 450 руб. (200 + 250), а доходность первоначальных инвестиций составит 56,25% (450 : 800).

Приобретая бескупонную облигацию, инвестор не обязан держать ее до погашения. Если ему потребуются средства, он может продать облигацию на вторичном рынке. В этом случае доходность вложений за период владения облигаций (r_b) определяется по формуле:

$$r_b = \frac{P_{\text{пр}} - P_{\text{п}}}{P_{\text{п}}} \times \frac{365}{t_{\text{вл}}} \times 100,$$

где $P_{\text{п}}$ — цена покупки облигации;
 $P_{\text{пр}}$ — цена продажи облигации;
 $t_{\text{вл}}$ — число дней от даты покупки до даты продажи.

Пример. Инвестор приобрел облигацию за 87% от номинала, а через 60 дней продал ее за 93%. Его доходность за период владения облигацией в расчете на год составила:

$$r_b = \frac{93 - 87}{87} \times \frac{365}{60} = 41,9\%.$$

По купонным облигациям различают два показателя доходности: текущую (купонную) и полную. Текущая доходность определяется по формуле:

$$r_{\text{тек}} = \frac{C_{\text{год}}}{P_{\text{тек}}} \times 100.$$

где $C_{\text{год}}$ — годовая сумма купонных выплат;
 $P_{\text{тек}}$ — текущая рыночная цена облигаций.

Пример. Облигация на рынке котируется по цене 950 руб. По облигации в течение года выплачивается по купону 100 руб. Текущая доходность по данной облигации:

$$D_{\text{тек}} = \frac{100}{950} \times 100 = 10,53\%.$$

Кроме того, на рынке облигаций рассчитывают полную доходность, т.е. доходность, которую получит инвестор, если додержит облигацию до даты погашения. В связи с тем, что облигации на рынке котируются по цене, отличающейся от номинала, а при погашении облигации инвестор получает номинал, то полная доходность отличается от текущей.

Полная доходность купонных облигаций рассчитывается по специальным компьютерным программам или по таблицам.

В ряде случаев полную доходность определяют по упрощенной формуле. В этом случае рассчитанная доходность является ориентировочной. Расчет ориентировочной доходности осуществляется по формуле:

$$D_{\text{ор}} = \frac{(H - P) / n + C_{\text{год}}}{(H + P) / 2} \times 100.$$

где H — номинальная стоимость облигации;
 P — цена облигации;
 n — число лет до погашения;
 $C_{\text{год}}$ — годовая сумма купонных выплат.

Пример. Рассчитаем полную доходность исходя из следующих значений: $H = 1000$ руб., $P = 850$ руб., $C_{\text{год}} = 150$ руб., $n = 4$ года:

$$r_{\text{ор}} = \frac{(1000 - 850) / 4 + 150}{(1000 + 850) / 2} \times 100 = 20,27\%.$$

Точная доходность, рассчитанная по компьютерной программе, в этом примере составляет 20,89%. Как мы видим, погрешность составила всего 0,62%. При этом следует обратить внимание, что доходность ориентировочная у нас получилась ниже, чем точная. Поэтому если инвестора устраивает размер ориентировочной доходности, то можно не рассчитывать точную доходность, которая получится еще выше. Такой эффект возникает, если облигация на рынке продается по цене ниже номинала. Если облигация продается с премией, т.е. по цене выше номинала, то ориентировочная доходность будет завышенной по сравнению с точной.

От показателя ориентировочной доходности можно перейти к показателю точной доходности. Для этого следует воспользоваться формулой:

$$r_{\text{точ}} = r_1 + (r_2 - r_1) \times \frac{P_1 - P}{P_1 - P_2},$$

где r_1 — показатель доходности ниже ориентировочной;
 r_2 — показатель доходности выше ориентировочной;
 P_1 — цена облигации, рассчитанная для r_1 ;
 P_2 — цена облигации, рассчитанная для r_2 ;

Если в нашем примере $r_{\text{ор}} = 20,27\%$, то в качестве r_1 можно взять 20%, а для $r_2 = 21\%$.

Для данных показателей доходности определим цены облигаций:

$$P_1 = \frac{150}{1,2} + \frac{150}{1,2^2} + \frac{150}{1,2^3} + \frac{1150}{1,2^4} = 870,56 \text{ руб.},$$

$$P_2 = \frac{150}{1,21} + \frac{150}{1,21^2} + \frac{150}{1,21^3} + \frac{1150}{1,21^4} = 847,57 \text{ руб.}$$

Исходя из полученных данных определяем точную полную доходность:

$$r_{\text{точ}} = 20 + (21 - 20) \times \frac{870,56 - 850}{870,56 - 847,57} = 20,89\%.$$

Выпуская облигации в обращение, предприятие заинтересовано в получении рейтинга, характеризующего инвестиционные качества данной ценной бумаги. Рейтинг присваивают известные аналитические агентства на основе оценки финансового состояния компании и ее способности выполнять свои обязательства по облигациям. По результатам анализа в зависимости от степени надежности агентства относят облигации к тому или иному классу.

Например, американское агентство Standart&Poor's Corporation (S&P) дает следующую классификацию.

AAA — облигации высшего качества, вероятность невыполнения обязательств по которым близка к нулю. Облигации этого класса максимально безопасны как с точки зрения получения процентных выплат, так и возврата вложенных средств.

AA — облигации высокого качества. Они весьма близки по надежности к облигациям предыдущей группы, но по отдельным показателям компании, выпускающие эти облигации, имеют более низкие значения, чем в группе AAA.

A — облигации хорошего качества. В эту группу попадают ценные бумаги компаний, имеющих хорошие финансовые показатели, но зависящих от конъюнктуры рынка. Если ситуация на рынке сохранится неизменной, то возврат суммы долга и процентных платежей не вызывает сомнений. Если же конъюнктура будет неблагоприятной, есть вероятность того, что финансовое положение компании может осложниться.

BBB — облигации среднего качества. Вложения в облигации данного класса достаточно защищены, процентные выплаты в определенной степени также гарантированы. Но за финансовым положением компании необходимо вести тщательное наблюдение, так как компания нестабильна.

BB — облигации, имеющие качество ниже среднего. По данным ценным бумагам покрытие долга и процентных выплат весьма небольшое, компания работает нестабильно. Облигации имеют отдельные черты, присущие спекулятивным ценным бумагам.

B — облигации низкого качества, носят спекулятивный характер. Коэффициенты покрытия долга и процентных выплат ниже нормативных значений. Вложения в данные ценные бумаги весьма рискованны, так как нет уверенности в том, что в ближайшее время финансовое положение компании улучшится.

C (разновидности — CCC, CC, C) — чисто спекулятивные облигации. По данным облигациям выплачивается высокий процентный доход, но степень риска очень высока. Эти облигации принадлежат молодым компаниям, которые имеют высокий потенциал роста, но при неблагоприятной ситуации имеют столь же высокий шанс разориться. Категория «C» присваивается облигациям, проценты по которым выплачиваются только при наличии прибыли у эмитента.

D — облигации, не имеющие инвестиционных качеств. В данную группу попадают облигации, по которым в силу каких-либо причин прекращены купонные выплаты. Компания находится в тяжелом финансовом положении и близка к банкротству.

В таблице 14.3 приведена сопоставимость градаций, которые применяют агентства Moody's и S&P.

Таблица 14.3

Сопоставление классификации облигаций

Moody's	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D
S&P	Aaa	Aa	a	Baa	Ba	B	Caа	Ca	C	—

Для более мелкой градации агентства к буквенным обозначениям добавляют специальные знаки, которые позволяют классифицировать облигации, находящиеся в одной группе. Агентство Moody's использует цифры 1, 2, 3. Цифра 1 обозначает более высокий уровень, а 3 — наиболее низкий. Например, Aa-1 означает, что в группе Aa эти облигации находятся на высшей ступени, а Aa-3 — это низшая ступень данной группы. Следовательно, облигации, имеющие рейтинг Aa-1, более надежны, чем облигации с рейтингом Aa-3. Агентство S&P присваивает облигациям рейтинговые значения, состоящие из букв и знаков «+» и «-». Например, «A+» — облигации высшего качества в группе A, а облигации A- находятся на низшем уровне в рейтинге облигаций данной группы.

Рейтинг облигаций очень тесно увязан с уровнем доходности. Статистические данные убедительно подтверждают наличие зависимости между риском и доходностью. Чем ниже рейтинг облигаций, тем, следовательно, выше риск эмитента и соответственно большую доходность будут требовать инвесторы от компании. Это можно проследить на примере данных об уровне доходности долгосрочных облигаций, обращающихся на мировом финансовом рынке. В таблице 14.4 приведены данные о доходности облигаций, имеющих различные рейтинги.

Таблица 14.4

**Влияние рейтинга на доходность долгосрочных облигаций
(по состоянию на 16 февраля 2010 г.)**

Эмитент	Рейтинг	Доходность, %	Премия за риск, %
Минфин США	AAA	3,71	—
Минфин России	BBB	5,12	1,41
«Газпромбанк»	BB	5,74	2,03
«Евроазхолдинг»	B+	7,92	4,21
Минфин Аргентины	B-	11,21	7,50

Минимальный уровень доходности имеют наиболее надежные ценные бумаги с рейтингом AAA. Облигации с более низким рейтингом приносят более высокую доходность. Разница в уровне доходности представляет собой премию за риск. Премия тем больше, чем ниже рейтинг.

Контрольные вопросы

1. Каковы фундаментальные свойства облигаций?
2. За счет чего инвестор получает доход по бескупонным облигациям?
3. Почему компании прибегают к выпуску отзывных облигаций и проводят досрочное погашение облигаций?
4. В чем привлекательность индексируемых облигаций?
5. Как определяется стоимость бескупонных облигаций?
6. Как рассчитать стоимость купонных облигаций?
7. Какие из облигаций являются наиболее чувствительными? Объясните, почему облигации имеют разную чувствительность.
8. Как измеряется дюрация облигаций и чем дюрация отличается от срока погашения?
9. Каким образом рассчитывается доходность купонных и бескупонных облигаций?

Финансирование инвестиций за счет эмиссии акций

В предыдущей главе мы рассмотрели вопросы выпуска и обращения на фондовом рынке корпоративных облигаций, обеспечивающих привлечение в компанию заемных средств. Предприятия весьма широко используют этот источник финансирования. Однако при всех достоинствах долгового финансирования компаний у него есть один недостаток: привлеченные средства надо отдавать. Можно ли избавиться от этого недостатка и получить денежные средства на финансовом рынке, не возвращая их инвесторам? Это возможно сделать путем эмиссии акций.

Выпуская акции, предприятие привлекает финансовые ресурсы и отражает их в балансе как собственный капитал, т.е. эти средства принадлежат компании, и она не обязана возвращать их инвесторам. В этой главе будут раскрыты свойства акций как долевых ценных бумаг, позволяющих предприятию за счет их выпуска в обращение увеличивать собственный капитал. Чтобы понять механизм привлечения финансовых ресурсов в компанию за счет эмиссии акций, необходимо прежде всего рассмотреть фундаментальные свойства этого вида ценных бумаг, особенности их функционирования и объем прав, предоставляемых акционерам. После этого будут исследованы методы определения стоимости обыкновенных и привилегированных акций.

При анализе акций следует учитывать, что есть определенные различия в характеристиках и свойствах акций, выпускаемых за рубежом и в России. Поэтому в главе освещается мировой опыт функционирования акций и указываются особенности российской практики, которая базируется на Федеральном законе от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее — Закон об акционерных обществах).

15.1. Понятие и фундаментальные свойства акций

Акция — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного обще-

ства в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации [4].

Выпускать в обращение акции имеют право компании, созданные в форме акционерных обществ (АО). Особенностью АО является то, что их уставный капитал разделен на части и одна акция соответствует одной части уставного капитала.

Выпуская акции, компания привлекает инвесторов, которые становятся совладельцами предприятия, разделяют с ним успехи роста и несут риски в случае неудовлетворительной работы компании. Количество акций, которыми владеет инвестор, характеризует его вклад в уставный капитал и показывает его долю в имуществе компании.

Это принципиально отличает акцию как ценную бумагу от облигации, что проявляется в следующем:

- как было отмечено ранее, при выпуске облигаций предприятие получает заемные средства на определенный период времени, по истечении которого деньги должны быть возвращены инвесторам, а при эмиссии акций компания получает денежные средства в свою собственность навсегда;
- между компанией и инвесторами складываются различные юридические и имущественные взаимоотношения. Инвестор, приобретая облигацию, становится кредитором предприятия, а последнее — заемщиком, который должен выполнять принятые на себя долговые обязательства. При покупке акций инвестор становится акционером, т.е. одним из совладельцев компании, и получает определенные права на управление ею;
- как заемщик компания имеет четкие обязательства перед владельцами облигаций по выплате купонного дохода. Выплата же дивидендов по акциям не является жесткой обязанностью, так как решение о начислении дивидендов ежегодно принимает общее собрание акционеров, которое может отказаться от дивидендов в пользу инвестирования средств в определенные проекты, обеспечивающие развитие компании;
- при ликвидации предприятия первоначально рассчитываются со всеми кредиторами, в том числе с владельцами облигаций, а потом оставшаяся часть имущества распределяется между акционерами. И вполне естественно можно представить себе ситуацию, когда акционерам не достанется ничего, так как все имущество ушло на погашение долгов компании.

За счет эмиссии акций формируется уставный капитал компании. При учреждении акционерного общества определяется величина уставного капитала, количество выпускаемых акций и их номиналь-

ная стоимость. В нашей стране законодательство определяет уставный капитал АО как сумму номинальных стоимостей размещенных акций, т.е. акций, приобретенных акционерами. Учитывая, что в АО все обыкновенные акции должны иметь одинаковый номинал, а привилегированные акции могут выпускаться различных номиналов, уставный капитал (УК) определяется следующим образом:

$$\text{УК} = H_0 \times N_0 + \sum H_i \times N_i,$$

где H_0 — номинал обыкновенных акций;
 N_0 — число размещенных обыкновенных акций;
 H_i — номинал i -го типа привилегированных акций;
 N_i — число размещенных привилегированных акций i -го типа.

Акции являются титулами собственности и дают их владельцам права, связанные с управлением собственностью. Акционер имеет право на участие в управлении АО. Это право акционеры реализуют через систему голосования на собрании акционеров, где принимаются важнейшие решения по развитию компании, формированию органов управления, начислению дивидендов и пр. Акционер может быть избран в совет директоров, ревизионную комиссию и непосредственно участвовать в управлении АО. Владельцы акций имеют право на получение части прибыли в виде дивидендов на основании решения общего собрания акционеров.

Получая право на управление компанией, акционеры одновременно берут на себя и ответственность за результаты ее деятельности. Это проявляется в том, что размер выплат акционерам определяется конечными результатами деятельности АО.

Во-первых, дивиденды выплачиваются за счет чистой прибыли компании, т.е. предприятие, получив средства от реализации продукции, должно покрыть все свои затраты, включая выплаты процентов по облигациям, заплатить налоги и только после этого выплачивать дивиденды. Таким образом, размер оставшейся прибыли во многом определяет величину дивидендов.

Во-вторых, при ликвидации компании продаются все ее активы (здания, машины, оборудование и др.), а полученные средства направляются на выплаты кредиторам и акционерам. При этом первоначально рассчитываются со всеми кредиторами, а акционеры получают только ту часть имущества, которая осталась после удовлетворения требований кредиторов.

В зависимости от стадии выпуска акций в обращение и их оплаты различают следующие виды акций: объявленные, размещенные, полностью оплаченные.

Объявленные акции — это предельное число акций соответствующего типа, которые могут быть выпущены компанией дополнительно к уже размещенным акциям. Количество объявленных акций фиксируется в уставе АО и принимается решением общего собрания акционеров квалифицированным большинством голосов ($\frac{3}{4}$ от числа присутствующих по количеству акций). На практике АО может никогда не выпустить в обращение объявленного в уставе количества акций, их число никак не связано с размером уставного капитала и может быть больше или меньше его величины.

Размещенные акции — это акции, которые приобретены акционерами. В момент учреждения АО все акции должны быть размещены между учредителями, т.е. в этот период не может осуществляться открытая продажа акций. При последующих эмиссиях размещенными считаются акции, которые реализованы акционерам. Только когда акции приобретены акционерами, они попадают в категорию размещенных и учитываются в составе УК.

Полностью оплаченные акции — это размещенные акции, по которым их владелец произвел 100%-ную оплату и средства зачислены на счета акционерного общества. Не все размещенные акции являются полностью оплаченными, так как может быть предусмотрена оплата акций в рассрочку. В частности, учредители при создании АО могут оплачивать акции в рассрочку. Таким образом, акции размещены, приобретены учредителями, но полностью могут быть и не оплачены. При этом может возникнуть ситуация, когда один из учредителей полностью оплатил принадлежащие ему акции, а другой не внес ни копейки. В этом случае учредители находятся в экономически неравных условиях с точки зрения вложенных средств. Законодательство требует, чтобы в течение трех месяцев со дня регистрации АО было оплачено не менее 50% акций, распределенных среди учредителей, т.е. каждый из учредителей должен оплатить не менее 50% акций, полученных при распределении в момент создания АО. Полная оплата акций должна быть произведена в течение года со дня регистрации.

Предоставление права на рассрочку в оплате акций является существенной льготой. Учредитель, который свои акции оплатил не полностью, оставляет в своем распоряжении средства в части неоплаченных акций и может их использовать на финансовом рынке, извлекая дополнительный доход. Он находится в более выгодном положении по сравнению с другим учредителем, который полностью оплатил принадлежащие ему акции. Поэтому установлены ограничения на права владельцев не полностью оплаченных акций. В уставе АО может быть предусмотрено, что акция, принадлежащая учредителю общества,

не предоставляет ему права голоса до момента ее полной оплаты. Следует учитывать и тот факт, что акционер до момента полной оплаты акций не может их продать.

В случае неполной оплаты акций в течение установленного срока право собственности на акции в части неоплаченной суммы переходит к компании. Дополнительно к этому в учредительном договоре о создании АО могут быть предусмотрены штрафные санкции к лицу, не выполнившему свои обязательства по оплате акций.

Общество вправе держать эти акции на балансе не более года со дня их изъятия у акционера. В этот период времени данные акции не дают права голоса на собрании акционеров и по ним не начисляются дивиденды. По истечении года компания обязана эти акции реализовать по цене не ниже их номинальной стоимости. В противном случае АО обязано принять решение об уменьшении УК путем ликвидации неоплаченных акций.

В акционерном обществе могут выпускаться различные виды и типы акций. Наиболее распространенными категориями являются обыкновенные и привилегированные акции. В учредительных документах и проспектах эмиссий ценных бумаг указываются свойства каждой категории акций, права и обязанности владельцев акций различных категорий.

15.2. Обыкновенные акции

В формировании финансовых ресурсов акционерных обществ обыкновенные акции играют решающую роль. Их доля в уставном капитале общества в соответствии с российским законодательством не может быть менее 75%. Во многих обществах, например в ОАО «Газпром», уставный капитал сформирован только за счет обыкновенных акций.

Владельцы обыкновенных акций имеют следующие права и преимущества:

- право на участие в управлении АО через голосование на собраниях акционеров;
- право на получение дивиденда. Размер годовых дивидендов по обыкновенным акциям определяет совет директоров (наблюдательный совет), который выносит этот вопрос на общее собрание акционеров. Собрание может согласиться с рекомендациями наблюдательного совета по величине дивиденда или понизить его;

- возможность быстро нарастить вложенный капитал, увеличение которого идет за счет двух факторов: во-первых, за счет начисления дивидендов, во-вторых, за счет роста курсовой стоимости акций. Следует отметить, что котировки обыкновенных акций растут более высокими темпами, чем цены по привилегированным акциям. Если сравнить цены обыкновенных и привилегированных акций, то цены последних ниже на 20—50%. Например, в феврале 2010 г. обыкновенные акции АО «Сургутнефтегаз» котировались на Московской межбанковской валютной бирже по цене 24 руб., а привилегированные — по 15 руб., обыкновенные акции Сбербанка России — по цене 76 руб., а привилегированные — по 63 руб.;
- возможность достаточно легко продать или купить акции, так как обыкновенные акции по сравнению с привилегированными обладают более высокой рыночностью. Это обусловлено тем, что по количеству обыкновенных акций выпускается значительно больше, чем привилегированных. Соответственно обыкновенных акций обращается на рынке больше и их легче продать или купить;
- право на получение части имущества АО при его ликвидации, но после удовлетворения требований кредиторов и владельцев привилегированных акций.

Приобретая обыкновенную акцию, инвестор делает бессрочный взнос в уставный капитал компании, за счет этого компания получает в свое распоряжение финансовые ресурсы навсегда. Инвестор в большинстве случаев не может потребовать у АО вернуть ему внесенную сумму. Именно это позволяет АО свободно распоряжаться своим капиталом, не опасаясь, что часть его придется вернуть акционерам по их запросу. Жизнь акции прекращается лишь с прекращением существования АО. Это может произойти при добровольной ликвидации предприятия, поглощении его другой компанией или слиянии с ней, а также принудительной ликвидации по решению суда, если предприятие признано банкротом.

Выпуская акции и получая за них финансовые ресурсы, компания получает и новых собственников, которые наряду с существующими владельцами становятся акционерами со всеми вытекающими отсюда правами. Важнейшее свойство обыкновенных акций — это право голоса при принятии решений на собраниях акционеров. По российскому законодательству обыкновенная акция предоставляет каждому акционеру одинаковый объем прав, в том числе и право голоса.

По многим вопросам решения принимаются простым большинством голосов от числа присутствующих на собрании. Однако по важнейшим вопросам для принятия решения требуется, чтобы за них проголосовало не менее $\frac{3}{4}$ голосов от числа присутствующих. К таким вопросам относятся:

- внесение изменений и дополнений в устав или принятие устава в новой редакции;
- реорганизация акционерного общества;
- ликвидация АО;
- определение количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями;
- приобретение обществом размещенных акций;
- размещение обыкновенных акций и ценных бумаг, конвертируемых в обыкновенные акции посредством открытой подписки, если объем эмиссии составляет более 25% ранее размещенных обыкновенных акций;
- размещение акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции посредством закрытой подписки.

Голосование на собрании акционеров производится по принципу «одна акция — один голос». Чтобы решение было принято, необходимо набрать простое (50% + 1 голос) или по указанным выше вопросам квалифицированное большинство голосов.

Особенности имеет процедура голосования при выборах совета директоров. В практической деятельности при проведении этой процедуры используется две системы подсчета голосов: простая и кумулятивная.

В простой системе голосования акционер голосует по каждому вакантному месту тем числом голосов, сколькими акциями он владеет. При такой системе голосования мелким акционерам трудно провести своего представителя в совет директоров. Если кто-то владеет более чем 50% от числа голосующих акций, то он может единолично избрать весь совет директоров. Число голосов, которыми обладает акционер при кумулятивной системе голосования, определяется по формуле:

$$N_r = N_a \times K,$$

где N_r — число голосов;
 N_a — число акций;
 K — число вакантных мест в совете директоров.

Если акционер владеет 100 акциями и в совет директоров необходимо избрать семь человек, то данный акционер имеет 700 (100×7)

голосов. Эти голоса акционер может распределить между кандидатами в любой пропорции или отдать все 700 голосов за одну кандидатуру.

Данная система голосов позволяет меньшинству провести в совет директоров своего представителя. Минимальное количество акций, необходимых для избрания определенного числа директоров (N_{\min}), определяется по следующей формуле:

$$N_{\min} = \frac{N_{\text{ра}} \times D_{\text{и}}}{D_{\text{общ}} + 1} + 1,$$

где $N_{\text{ра}}$ — общее количество размещенных акций;
 $D_{\text{общ}}$ — общее число вакантных мест в совете директоров;
 $D_{\text{и}}$ — число директоров, которых акционер (группа мелких акционеров) хочет избрать в этот орган.

Пример. В совет директоров необходимо избрать 11 человек на вакантные места. В обращении находится 300 000 акций, а группа акционеров, которая представляет меньшинство, хочет провести в совет директоров двух своих представителей. Для того чтобы реализовать эту идею, им потребуется как минимум следующее число акций:

$$N_{\min} = \frac{300\,000 \times 2}{11 + 1} + 1 = 50\,001 \text{ акция.}$$

Таким образом, обладая только 16,6% акций, эти акционеры, сконцентрировав свои голоса, могут избрать в совет директоров двух своих представителей, несмотря на то что у кого-то на руках может находиться 51% акций. Такая система голосования является более демократичной, так как защищает права мелких акционеров (миноритариев). Поэтому в большинстве стран законодательство предусматривает проведение кумулятивного голосования по выборам совета директоров.

В таблице 15.1 приведены данные по минимальным размерам пакетов акций, позволяющих провести в совет директоров одного или двух своих представителей.

В России в процессе приватизации государственных предприятий были выпущены «золотые акции», которые закреплялись в государственной собственности. Владелец «золотой акции» по всем вопросам повестки дня на собрании акционеров имеет один голос, т.е. эта акция функционирует как обыкновенная.

Однако по принципиальным вопросам (внесение изменений и дополнений в устав, реорганизация и ликвидация общества, совершение крупных сделок, связанных с отчуждением или приобретением имущества) владелец «золотой акции» имеет возможность наложить

«вето» на принятие решений. Если решения приняты, а владелец «золотой акции» с ними не согласен, то он, пользуясь правом «вето», может приостановить введение в действие этих решений на срок до шести месяцев. Если в течение этого срока не будет найдено решение, устраивающее акционеров и владельца «золотой акции», то вопрос передается на рассмотрение Федерального агентства по управлению государственным имуществом (Росимущество) или Правительства Российской Федерации.

Таблица 15.1

Минимальный пакет акций для избрания представителей в совет директоров

Численный состав совета директоров	Минимальный пакет акций, % (% + 1 акция)	
	1 член совета директоров	2 члена совета директоров
5	16,67% + 1	33,33% + 1
6	14,29% + 1	28,57% + 1
7	12,50% + 1	25,0% + 1
8	11,11% + 1	22,22% + 1
9	10,00% + 1	20,00% + 1
10	9,09% + 1	18,18% + 1
11	8,33% + 1	16,67% + 1
12	7,69% + 1	15,38% + 1
13	7,14% + 1	14,29% + 1
14	6,67% + 1	13,33% + 1
15	6,25% + 1	12,50% + 1

15.3. Привилегированные акции

Выпуская привилегированные акции, компания преследует цель привлечения дополнительного капитала, который в учете отражается как собственный капитал. Привилегированные акции в соответствии с российским законодательством наряду с обыкновенными акциями образуют уставный капитал АО. Особенностью привилегированных акций является то, что эти ценные бумаги одновременно имеют черты, присущие и облигациям, и акциям.

Владелец привилегированных акций имеет право на приоритетное получение дохода по сравнению с лицами, обладающими обыкновенными акциями. Порядок выплаты дивидендов по привилегированным акциям определяется уставом фирмы и предусматривает определенные гарантии в получении дохода, что делает привилегированную акцию

похожей на облигацию. Кроме того, владельцы привилегированных акций, как правило, не имеют голоса на собрании акционеров. И в этом тоже проявляется сходство данного типа акций с облигациями.

Несмотря на указанное сходство, привилегированные акции имеют принципиальные отличия от облигаций. Владелец привилегированной акции — это совладелец предприятия, в то время как собственник облигации — это кредитор. Обязательство АО выплачивать дивиденды не является безусловным, и в случае неплатежеспособности компании владельцы привилегированных акций не могут взыскать свои дивиденды через суд. Владельцы же облигаций, не получив процентных платежей, могут обратиться в суд и ходатайствовать о возбуждении дела о несостоятельности (банкротстве) предприятия.

В то же время привилегированная акция — это долевая ценная бумага, которой присущи черты обыкновенной акции. В частности, владельцы привилегированных акций, как и обычные акционеры, имеют свою долю в уставном капитале, право участвовать в общем собрании акционеров, получают долю имущества при ликвидации фирмы пропорционально имеющимся у них акциям и др. При этом владельцы привилегированных акций, являясь акционерами компании, имеют несколько иные права, чем владельцы обыкновенных акций. Принципиальное отличие заключается в том, что в обмен на большие гарантии в получении дивидендов владельцы привилегированных акций, как правило, не имеют права голоса на собрании акционеров.

Имущественные интересы владельцев привилегированных акций защищены в большей степени, чем владельцев обыкновенных акций. В чем проявляется эта защита?

Во-первых, компания в уставе должна указать *размер дивиденда по привилегированным акциям*. Размер дивиденда может быть определен в твердой сумме на одну акцию (фиксированный дивиденд), в процентах к номинальной стоимости акции или дана методика расчета суммы дивиденда. Таким образом, инвестор при покупке акций уже знает или размер будущего дивиденда, или порядок его определения. Однако дивиденды не гарантированы, так как решение об их начислении принимает общее собрание акционеров.

Владельцы привилегированных акций имеют большие гарантии в получении дивиденда, нежели владельцы обыкновенных акций. Для того чтобы обезопасить владельцев привилегированных акций, в большинстве стран предусматриваются отдельные защитительные статьи, обеспечивающие приоритет данного вида акционеров в получении дивидендных выплат. Так, по российскому законодательству компания не вправе принимать решение о выплате дивидендов по обыкновен-

ным акциям, если не принято решение о выплате в полном размере дивидендов по всем типам привилегированных акций, размер дивиденда которых определен уставом АО.

Во-вторых, компания в уставе должна указать *ликвидационную стоимость привилегированных акций*, т.е. сумму, которую получают их владельцы при ликвидации АО. В уставе допускается показывать не фиксированную сумму, а методику расчета ликвидационной стоимости. Если предприятие будет ликвидироваться, то после удовлетворения требований всех кредиторов производятся выплаты владельцам привилегированных акций, а затем рассчитываются с собственниками обыкновенных акций.

Акционерное общество имеет право выпускать несколько типов привилегированных акций, которые могут различаться номинальной стоимостью, доходностью, сроками выплаты дивидендов и др. Если эмитируются разные типы привилегированных акций, то в учредительных документах должна быть установлена очередность выплаты дивидендов по каждому их виду и оговорены права владельцев каждого типа акций.

Привилегированные акции, как правило, не дают права голоса на собрании акционеров, за исключением принципиальных вопросов, которые выносятся на общее собрание акционеров, а именно: ликвидация или реорганизация АО.

Как только один из этих вопросов попадает в повестку дня, то по нему голосуют и владельцы обыкновенных акций, и владельцы привилегированных акций. Эти вопросы действительно являются принципиальными для АО, поэтому вполне логично, чтобы по данным вопросам высказали свое мнение все собственники компании, включая и владельцев привилегированных акций.

Кроме того, право голоса получают владельцы привилегированных акций определенного типа, если на собрании рассматривается вопрос об ограничении их прав, проявляющееся в уменьшении размера выплачиваемых дивидендов или ликвидационной стоимости акций, а также изменение очередности в выплате дивидендов. Права акционеров привилегированных акций конкретного типа считаются ущемленными и в том случае, если в устав вносятся изменения относительно порядка определения или увеличения дивидендов и ликвидационной стоимости привилегированных акций предыдущей очереди. Для принятия решения по этим вопросам необходимо, чтобы за них было отдано не менее $\frac{3}{4}$ голосов акционеров — владельцев голосующих акций, принимающих участие в собрании, и $\frac{3}{4}$ голосов всех ак-

ционеров — владельцев привилегированных акций того типа, права по которым ограничиваются.

По всем другим вопросам владельцы привилегированных акций при условии регулярных выплат дивидендов не голосуют.

Существенным фактором, побуждающим компанию в ряде случаев отдавать предпочтение эмиссии привилегированных акций, а не облигаций, состоит в стремлении поддержать на приемлемом уровне соотношение между заемным и собственным капиталом, не увеличивая при этом число акционеров, обладающих правом голоса по всем вопросам повестки дня на собрании акционеров.

Приобретая привилегированные акции, инвестор отказывается от права голоса в расчете на получение стабильных дивидендов. Однако, как указывалось ранее, компания не обязана всегда выплачивать дивиденды по данным акциям. Если бы совет директоров принял решение не выплачивать дивиденды ни по привилегированным, ни по обыкновенным акциям, то владельцы привилегированных акций попали бы в наименее выгодные условия. При отсутствии права голоса они не могли бы воздействовать на органы управления АО, избирать членов совета директоров, определять стратегию фирмы.

Поэтому законом предусмотрено, что держатели привилегированных акций не голосуют до тех пор, пока им выплачивают дивиденды. Если АО не выполняет своих обязательств по выплате дивидендов, то собственники привилегированных акций получают право голоса по всем вопросам повестки дня начиная с собрания, следующего за годовым общим собранием, на котором было принято решение о невыплате или неполной выплате дивидендов. Исключение составляют кумулятивные привилегированные акции, по которым невыплаченные дивиденды накапливаются и выплачиваются в последующие годы. В период накопления дивидендов эти акции не голосуют на собраниях акционеров. Только после истечения срока накопления, если дивиденды не выплачены или выплачены не в полном объеме, владельцы кумулятивных акций получают право голоса.

Российское законодательство ограничивает предельное число привилегированных акций, которое может выпустить акционерное общество. Доля привилегированных акций по их номинальной стоимости не может превышать 25% уставного капитала. При этом следует обратить внимание на то, что доля привилегированных акций считается по их суммарной номинальной стоимости в уставном капитале компании, а не по числу привилегированных акций в общем количестве размещенных акций.

15.4. Оценка акций

Для принятия решения о дополнительной эмиссии акций в целях привлечения финансовых ресурсов для реализации инвестиционных проектов компания должна дать стоимостную оценку акций. В практической деятельности различают следующие виды стоимостных оценок акций:

- номинальная стоимость;
- эмиссионная стоимость (цена размещения);
- рыночная (курсовая) стоимость;
- бухгалтерская (балансовая, книжная) стоимость;
- ликвидационная стоимость привилегированных акций.

Номинальная стоимость акции определяется учредителями при создании АО и фиксируется в его уставе. Номинал акции рассчитывается путем деления суммы уставного капитала на количество выпускаемых акций. В соответствии с этой оценкой учредители производят оплату акций и формируют уставный капитал компании. Средства уставного капитала используются учредителями для того, чтобы начать производственную деятельность (приобрести машины, оборудование, материалы и т.п.).

Показатель номинальной стоимости акций не имеет содержательного экономического смысла. Он нужен только для того, чтобы учредители компании оплатили акции по какой-то фиксированной для всех цене. После того как АО будет создано и начнет функционировать, выявляется *рыночная стоимость акций*, на которую влияют как результаты деятельности компании, так и рыночные факторы. Во многих странах компании выпускают безноминальные акции. В России до тех пор, пока будет существовать понятие уставного капитала, который определяется как сумма номинальных стоимостей акций, будет существовать и номинальная стоимость акций. По российскому законодательству все обыкновенные акции конкретного АО всегда имеют одинаковую номинальную стоимость. При этом привилегированные акции могут иметь номинальную стоимость, которая отличается от номинала обыкновенных акций.

Цена размещения. В процессе развития предприятия периодически прибегают к дополнительной эмиссии акций с целью привлечения дополнительного капитала. Принимая решение о выпуске дополнительных акций, компания определяет параметры эмиссии, в том числе цену, по которой новые акции будут предлагаться инвесторам. *Цена, по которой реализуются акции нового выпуска, называется ценой размещения (эмиссионной ценой).* По российскому законодательству разме-

шение акций должно осуществляться по рыночной цене, которая может быть выше номинальной стоимости. Если в процессе обращения на вторичном рынке цена сделки по купле-продаже акций может быть выше или ниже их номинальной стоимости, то при эмиссии цена размещения не может быть ниже номинала.

Пример. Акции имеют номинальную стоимость 1 руб. Если акции на рынке стоят 10 руб., то эмитент установит цену размещения, равную рыночной стоимости акций — 10 руб. Если же акции будут иметь рыночную стоимость 80 коп., то цена размещения должна быть равной 1 руб.

В случае продажи акций по цене размещения, превышающей номинальную стоимость, образуется эмиссионный доход предприятия.

Пример. Увеличение уставного капитала предприятия за счет дополнительной эмиссии акций. Если до проведения эмиссии в обращение было выпущено 5 000 000 акций, которые были проданы по номиналу 20 руб., то УК составлял: $20 \times 5\,000\,000 = 100$ млн руб. Компания решила привлечь в качестве собственного капитала еще 100 млн руб. путем эмиссии акций. Акции компании «АВС» на рынке котируются по 80 руб. Сколько же акций необходимо выпустить предприятию, чтобы получить необходимые 100 млн руб.? Если продавать акции по рыночным ценам, то дополнительно в обращение необходимо выпустить: $100\,000\,000 : 80 = 1\,250\,000$ акций. При этом следует учитывать, что каждые 80 руб., полученные в оплату одной акции, распределяются следующим образом: 20 руб. (номинальная стоимость) идут в оплату УК, а все превышение над номиналом отражается в балансе как эмиссионный доход (добавочный капитал).

В таблице 15.2 приведены данные по собственному капиталу компании «АВС» до и после эмиссии акций.

Таблица 15.2

Собственный капитал компании «АВС»

№ п/п	Показатель	До эмиссии	После эмиссии
1	Номинальная стоимость акции, руб.	20	20
2	Количество выпущенных акций, шт.	5 000 000	6 250 000
3	Уставный капитал (п. 1 × п. 2), млн руб.	100	125
4	Эмиссионный доход $(80 - 20) \times 1\,250\,000$, млн руб.	—	75
5	Собственный капитал (п. 3 + п. 4)	100	200

Из приведенной таблицы мы видим, что компания удвоила собственный капитал с 100 до 200 млн руб. при увеличении количества акций только на 25%. Это обусловлено тем, что цена размещения акций была установлена выше их номинальной стоимости. Компания, определяя цену размещения, ориентируется на рыночные котировки акций, так как эмиссия состоится только в том случае, если инвесторы сочтут цену размещения справедливой и купят выпущенные акции.

Предприятия заинтересованы в повышении цен своих акций, которые формируются на рынке.

Цена, по которой продаются акции на вторичном рынке, называется **рыночной ценой акции**. Эта цена формируется под влиянием рыночной конъюнктуры и определяется спросом и предложением, уровнем доходности на смежных сегментах финансового рынка, инфляционными ожиданиями, прогнозируемым ростом фирмы, ее будущей доходностью и многими другими факторами.

Рост рыночных котировок выгоден для компании, так как при дополнительной эмиссии ей придется выпустить в обращение меньшее число акций.

Пример. Если бы акции на рынке стоили не 80 руб., а торговались по номиналу (20 руб.), то для привлечения 100 млн руб. компании пришлось бы выпустить не 1,25 млн акций, а 5 млн, т.е. в 4 раза больше. Это означает, что у компании появляется больше новых акционеров, которые будут вмешиваться в управление компанией, контролировать деятельность менеджеров и т.п.

Рыночная стоимость акций является основой для исчисления капитализации компании, которая определяется умножением числа акций, находящихся в обращении, на их рыночную стоимость. В настоящее время показатель капитализации является основным измерителем ценности предприятия на рынке.

В таблице 15.3 представлены данные о капитализации десяти крупнейших компаний мира, а также российских компаний, входящих в мировой рейтинг: 500 компаний по размеру капитализации на конец I квартала 2009 г.

Столь низкие позиции российских компаний обусловлены разразившимся в конце 2008 г. финансовым кризисом, от которого отечественные предприятия пострадали наиболее сильно. Достаточно отметить, что в предыдущем рейтинге 2008 г. «Газпром» был на четвертом месте, а всего в списке было 13 российских компаний против шести в 2009 г.

Таблица 15.3

Капитализация крупнейших компаний мира (на 31 марта 2009 г.)

Место в рейтинге	Компания	Страна	Рыночная капитализация, млрд дол.
1	Exxon Mobil	США	337
2	PetroChina	Китай	287
3	Wal-Mart Stores	США	204
4	Indi & Coml BK of China	Китай	188
5	China Mobile	Гонконг	175
6	Microsoft	США	163
7	AT&T	США	149
8	Johnson & Johnson	США	145
9	Royal Dutch Shell	Британия	139
10	Procter & Gamble	США	138
36	«Газпром»	Россия	91
76	«Роснефть»	Россия	47
125	«Лукойл»	Россия	32
173	«Сургутнефтегаз»	Россия	25
374	Сбербанк России	Россия	13
430	«Норильский никель»	Россия	12

Ликвидационная стоимость привилегированных акций. Ликвидационная стоимость показывает величину денежных средств в расчете на одну акцию, которую получит владелец привилегированных акций в случае ликвидации компании. В соответствии с российским законодательством в уставе АО должна быть указана ликвидационная стоимость привилегированной акции или дана методика определения этой стоимости. Таким образом, инвестор, приобретая привилегированную акцию, заранее знает, какую сумму он получит в случае ликвидации предприятия. По обыкновенным акциям ликвидационная стоимость не указывается. Владельцы обыкновенных акций получают остаточную стоимость компании после расчетов с кредиторами и владельца-привилегированных акций.

Бухгалтерская (балансовая) стоимость обыкновенных акций. В результате хозяйственной деятельности предприятия стоимость его имущества изменяется под действием разнообразных факторов:

- прирост стоимости имущества происходит за счет того, что заработанную прибыль предприятие не полностью распределяет между акционерами в виде дивидендов, а часть прибыли направ-

ляется на новое строительство, закупку оборудования для расширения масштабов деятельности;

- в связи с инфляцией компании периодически производят переоценку основных фондов, что увеличивает стоимость имущества;
- предприятие может при дополнительной эмиссии акций продать их по более высокой цене, чем номинальная стоимость, что способствует росту стоимостной оценки предприятия.

Таким образом, с течением времени реальная стоимость имущества АО будет отличаться от величины уставного капитала. В этой связи возникает необходимость определить бухгалтерскую (балансовую) стоимость, которая рассчитывается по формуле:

$$S_6 = \frac{S_{\text{ча}} - S_{\text{л}}}{N_{\text{оа}}},$$

- где S_6 — балансовая стоимость обыкновенной акции;
 $S_{\text{ча}}$ — стоимость чистых активов компании;
 $S_{\text{л}}$ — ликвидационная стоимость привилегированных акций;
 $N_{\text{оа}}$ — число размещенных обыкновенных акций.

Чистые активы представляют собой стоимостную оценку всего имущества предприятия за вычетом обязательств, которые компания имеет перед кредиторами. Если предприятие погасит все свои долги (перед бюджетом, рабочими, банками и др.), то оставшаяся часть имущества и представляет собой чистые активы, которые могут быть распределены между акционерами. Однако сначала рассчитаются с привилегированными акционерами, выплатив им ликвидационную стоимость акций, а оставшаяся часть будет распределена между владельцами обыкновенных акций.

Определенный интерес представляет рассмотрение соотношения между бухгалтерской и рыночной стоимостью обыкновенных акций. За длительный исторический период (с 1920-х по конец 1980-х гг.) соотношение рыночной и бухгалтерской стоимости находилось примерно на уровне 2—2,5. В течение 1990-х гг. это соотношение постоянно увеличивалось, достигнув в США в 1998 г. величины, равной 9.

Почему инвесторы платят за акции больше, чем стоимость имущества, приходящаяся по балансу в расчете на одну акцию? Это объясняется рядом причин:

- в балансе не находит отражение целый ряд важнейших параметров деятельности компании, в частности квалификация рабочих и управляющих. Рабочие обучены и имеют навыки работы на оборудовании. Менеджеры на основе маркетинговых иссле-

дований выявили рыночную нишу; определили, что надо производить; закупили оборудование, увязав его в технологическую цепочку, в результате чего производится продукция и реализуется на рынке;

- инвесторы готовы переплачивать за акции по сравнению с их бухгалтерской стоимостью за то, что они покупают акции работающего предприятия. Предприятие — это не просто набор зданий, машин, оборудования, а все эти элементы увязаны в одну технологическую цепочку, способную производить необходимую рынку продукцию. Если бы рыночная цена акций равнялась бухгалтерской, то никто бы не стал создавать новые компании, приобретая землю, оборудование, сооружения, а инвесторы покупали бы готовые предприятия через приобретение акций;
- приобретая акции, инвесторы ожидают получить на них соответствующую прибыль в будущем. В связи с тем, что эффективно работающее предприятие способно генерировать прибыль, инвесторы ожидают будущих денежных потоков и готовы покупать акции этих прибыльных компаний.

В условиях повышающейся конъюнктуры рыночная стоимость растет опережающими темпами по сравнению с бухгалтерской стоимостью акции. Повышение курсовой стоимости привлекает на рынок акций новых инвесторов, рассчитывающих извлечь доход от последующего роста курсовой стоимости ценных бумаг. В условиях растущего рынка, когда акции постоянно увеличиваются в цене, компании проводят дополнительную эмиссию акций. При новой эмиссии компания продает акции по рыночным ценам, которые достаточно высоки, и за счет этого получает значительные денежные средства для инвестиций. Приток нового капитала вызывает дальнейшее повышение курса акций и ведет к все большему отрыву рыночной стоимости от бухгалтерской.

В условиях стабильно развивающейся экономики фондовый рынок может достаточно длительное время находиться в спокойном состоянии даже при наличии большого разрыва между курсовой и бухгалтерской стоимостью ценных бумаг. В результате такой ситуации капитализация фондового рынка, т.е. сумма рыночных стоимостей всех акций, может значительно превышать реальную стоимость активов АО. Однако когда разбухание акций по сравнению со стоимостью реальных активов становится чрезвычайно большим, то фондовый рынок становится крайне неустойчивым. В результате опережающего роста цен на акции относительно реальных темпов развития экономики создается так называемый «мыльный пузырь».

С течением времени стабильность фондового рынка может быть нарушена под влиянием различных факторов (изменение политической ситуации, значительный дефицит государственного бюджета, скачок инфляции и т.п.). В результате этого у инвесторов может возникнуть потребность в наличных денежных средствах, станут более привлекательными вложения в другие ценности, у них пропадает интерес к владению акциями. В этом случае акционеры начинают продавать принадлежащие им акции, что вызывает соответствующую реакцию фондового рынка, проявляющуюся в стремительном падении курсовой стоимости акций. Снижение курсовой стоимости побуждает других инвесторов продавать свои акции, что еще более снижает их цены. Происходит своеобразная цепная реакция, которая в ряде случаев приводит к серьезным экономическим потрясениям.

В последние годы эффект «мыльного пузыря», когда фондовый рынок возрастал более высокими темпами по сравнению с реальным сектором экономики, отчетливо проявился в мировой экономике. Например, в США за период с 1990 по 1999 г. индекс Доу-Джонса, который характеризует рост стоимости акций ведущих американских компаний, увеличился в 4,7 раза, а валовой внутренний продукт за этот период вырос только в 1,3 раза. Налицо неоправданный отрыв курсовой стоимости акций от реальных темпов развития экономики. В России с 1998 по 2008 г. индекс РТС вырос в 25 раз, а ВВП — только в 2 раза. Как следствие этого процесса, разразившийся мировой кризис привел к обвалу фондовых индексов. Индекс РТС снизился в 5 раз от своего максимального значения.

Приобретая акции того или иного эмитента, инвестор предполагает получить доход от своих вложений, который имеет две формы: дивиденды и прирост курсовой стоимости акций. При расчете доходности акций необходимо различать текущую (дивидендную) доходность и полную доходность. *Текущая доходность* характеризуется размером производимых компанией годовых дивидендных выплат, отнесенных к цене акции.

Пример. Инвестор приобрел акцию по цене 10 руб. По итогам года компания по каждой акции выплатила дивиденды в размере 1 руб. Дивидендная доходность составила 10%.

Дивидендная доходность является одним из показателей, характеризующих финансовые результаты деятельности компании, который учитывают инвесторы при принятии решения о покупке акций. Приобретая акции, инвестор на основе данных о выплате дивидендов за предыдущие годы и анализа текущего финансового состояния АО оценивает возможные дивидендные выплаты текущего года и расчи-

тывает ожидаемую дивидендную доходность. Однако ожидания инвестора могут не оправдаться. Реальный размер дивидендов определяет общее собрание акционеров. В этом случае можно рассчитать фактическую дивидендную доходность путем сопоставления размера объявленных дивидендов с ценой акций на дату составления списка акционеров, имеющих право на получение дивидендов.

Как мы выяснили ранее, получаемые дивиденды — это только часть дохода от владения акциями, причем зачастую не самая большая. Большую часть дохода составляет прирост курсовой стоимости акций. В отличие от облигаций за акциями стоят реальные активы фирмы, что отражается на их рыночной цене. В случае успешного развития АО увеличиваются его активы и растет стоимость акций. Поэтому инвестор, вкладывая свои средства в акции, рассчитывает не столько на получение текущего дохода, сколько на получение совокупного дохода, учитывающего рост курсовой стоимости акций.

Полная доходность характеризуется размером выплачиваемых дивидендов и приростом цены акций по отношению к вложенному капиталу. Если текущая цена акции составляет P_0 , а ожидаемая цена через год P_1 и за этот год будут выплачены дивиденды (d_1), то полную годовую доходность (r_n) можно определить по формуле:

$$r_n = \frac{d_1 + (P_1 - P_0)}{P_0}.$$

Пример. Рассчитаем ожидаемую доходность акций, которые в настоящее время стоят 100 руб., через год ожидается повышение цены акции до 115 руб., а по итогам истекшего года будет выплачен дивиденд в размере 5 руб. на акцию. Ожидаемая доходность акционера составит:

$$r_n = \frac{5 + (115 - 100)}{100} = 0,2, \text{ или } 20\%.$$

Если инвестор владеет акциями несколько лет, то полная доходность r_n в расчете на год определяется по формуле:

$$r_n = \frac{\sum_{i=1}^T d_i + (P_T - P_0)}{P_0} \times 100,$$

где d_i — годовые дивидендные выплаты в году i ;

P_0 — цена приобретения акций;

P_i — рыночная цена акций в году t ;

T — число лет владения акциями;

$i = 1, 2, 3, \dots, t$ — год владения акциями.

Вложения в акции носят, как правило, долгосрочный характер, так как извлечение дохода главным образом связано с приростом курсовой стоимости акций. Фундаментальным свойством акций является высокая подвижность их курсовой стоимости, которая может многократно меняться в течение одного дня. Это свойство акций привлекает профессиональных участников фондового рынка, которые проводят краткосрочные спекулятивные операции с акциями с целью извлечения значительного дохода в результате постоянных колебаний их курсовой стоимости. Например, на российском рынке акция за один день может вырасти или снизиться на 2—3%. Умелое использование краткосрочных колебаний позволяет профессионалам получать доходность более 100%.

Полная доходность от краткосрочных операций ($D_{нк}$) определяется по формуле:

$$D_{нк} = \frac{d + (P_1 - P_0)}{P_0} \times \frac{365}{T},$$

где d — дивидендные выплаты за период владения акциями;
 P_1 — цена продажи акций;
 P_0 — цена приобретения акций;
 T — число дней владения акциями.

В приведенной формуле учитываются суммы, полученные инвестором в виде дивидендов, так как дивидендные выплаты могут быть осуществлены в период владения им акциями.

Рассматривая соотношение между дивидендной доходностью и доходностью от прироста курсовой стоимости акций в историческом аспекте, можно заметить, что в общей доходности все бóльшую роль играет именно прирост цен акций (табл. 15.4).

Таблица 15.4

Среднегодовая доходность акций, %*

Страна	Годы	Полная доходность	В том числе	
			дивидендная доходность	прирост курсовой стоимости
США	1802—1900	5,89	5,18	0,71
	1900—1995	9,78	4,84	4,94
	1950—2005	12,10	3,80	8,30
Велико-британия	1800—1900	4,69	3,91	0,79
	1900—1995	8,86	4,94	3,92
	1950—2005	12,70	5,10	7,60

Окончание

Страна	Годы	Полная доходность	В том числе	
			дивидендная доходность	прирост курсовой стоимости
Германия	1870—1913	6,92	5,59	1,33
	1900—1995	5,80	1,91	3,91
	1950—2005	12,30	3,30	9,00

* Рассчитано по базе данных Международной федерации фондовых бирж S&P Global Stock Market Factbook.

Как свидетельствуют представленные в таблице данные, в XIX в. подавляющая доля в полной доходности приходилась на дивиденды, которые давали 80—90% общей доходности. Во второй половине XX и начале XXI в. на долю дивидендной доходности приходится примерно $\frac{1}{3}$, а $\frac{2}{3}$ инвесторы получают за счет роста курсовой стоимости акций.

Принимая решение о целесообразности приобретения акций той или иной компании, инвестор должен определить для себя приемлемую цену акций, которую он готов заплатить за ценные бумаги. В мировой практике используется достаточно много методов определения цены акций. Большинство из них базируется на ожидаемых денежных потоках по акции, которые путем дисконтирования приводятся к текущему моменту времени. Для определения текущей цены акции необходимо сделать прогноз ее будущей стоимости и ожидаемых дивидендов. В этом случае сегодняшнюю цену акции можно определить по формуле:

$$P_0 = \frac{d_1 + P_1}{1 + r},$$

где d_1 — дивиденды за год владения акцией;
 P_1 — цена акции через год;
 r — ставка дисконтирования.

Пример. Предположим, что инвестор ожидает получить дивиденды в размере 5 руб. на акцию и прогнозирует, что уровень цены акции через год составит 115 руб. При этом он желает получить от своих инвестиций доход не ниже 20%. В этом случае приемлемая для него цена покупки акций:

$$P_0 = \frac{5 + 115}{1 + 0,2} = 100 \text{ руб.}$$

Рассчитанная цена показывает верхний предел цены акций для инвесторов, ориентирующихся на приобретение ценных бумаг

с данным уровнем доходности. В случае рыночной стоимости акции данной компании менее 100 руб. инвестору целесообразно эти акции приобрести, так как при достижении прогнозных показателей по дивидендам и цене акций через год он получит доходность от своих вложений в размере более 20%. Если же акции будут стоить более 100 руб., то ожидаемая доходность через год будет меньше 20%. В этом случае инвестору необходимо поискать на рынке другие финансовые инструменты с аналогичным риском, которые обеспечивают 20%-ную доходность.

Расчет текущей цены (P_0) базируется на ожидаемой цене акции через год (P_1). Чем же определяется цена акции будущего года? Если руководствоваться формулой определения цены акции текущего года, которая верна для сегодняшнего дня, и использовать ее для определения цены акции через год, то мы получаем:

$$P_1 = \frac{d_2 + P_2}{1 + r},$$

где d_2 — дивиденды на акцию во втором году;
 P_2 — цена акции в конце второго года;
 r — ожидаемая норма доходности.

Вполне логично предположить, что через год инвестора будут интересовать дивиденды во втором году и цена акции в конце второго года. Таким образом, можно определить текущую цену акции, используя вышеприведенные формулы:

$$P_0 = \frac{d_1 + P_1}{1 + r} = \frac{d_1}{1 + r} + \frac{P_1}{1 + r}.$$

Подставляя вместо P_1 формулу расчета данного показателя, получим:

$$P_0 = \frac{d_1}{1 + r} + \frac{d_2 + P_2}{(1 + r)^2}.$$

Если через два года ожидается, что цена акции составит 132,25 руб., а дивиденды во втором году будут равны 5,75 руб., то сегодняшняя цена акции составит:

$$P_0 = \frac{5}{1,2} + \frac{5,75 + 132,25}{(1,2)^2} = 100 \text{ руб.}$$

Используя данный алгоритм, можно определить P_2 через ожидаемые дивиденды третьего года. Затем определить P_3 и т.д. Тогда в общем виде формулу расчета акций в настоящий момент можно представить:

$$P_0 = \frac{d_1}{1+r} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \frac{d_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{d_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{d_i}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n},$$

где d_t — дивиденды в t -м году;

P_n — цена акции в году n ;

r — ожидаемая норма доходности;

$t=1, 2, 3, \dots, n$ — порядковый номер года.

На неограниченном временном горизонте, так как компания в идеале может существовать вечно, приведенная стоимость акции стремится к нулю. Действительно, выражение $\frac{P_n}{(1+r)^n}$ при $n \rightarrow \infty$ будет бесконечно малой величиной, которой можно пренебречь. В этом случае формулу определения текущей цены акции мы можем записать в следующем виде:

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{d_i}{(1+r)^i}.$$

Если величина дивидендов не меняется по годам, то мы имеем регулярный одинаковый денежный поток в течение бессрочного периода времени, который называется рентой. Текущая стоимость бессрочной ренты равна сумме годовых поступлений, деленной на ставку дисконтирования.

Пример. Компания по акциям ежегодно выплачивает равновеликий дивиденд в размере 10 руб. Если требуемая доходность (ставка дисконтирования) равна 20%, то текущая цена этой акции составит:

$$P_0 = \frac{d}{r} = \frac{10}{0,2} = 50 \text{ руб.}$$

Такой подход к определению стоимости применяется для привилегированных акций с фиксированной ставкой дивидендов. По обыкновенным акциям компании редко выплачивают неизменные во все годы своего существования дивиденды. Если компания развивается с постоянно устойчивыми темпами, то можно предположить, что и дивиденды будут расти с таким же темпом.

Пример. Попробуем рассчитать цены акции компании «ABC», по которой в первый год выплачиваются дивиденды в размере 5 руб. Ежегодно дивиденды и курсовая стоимость акции будут увеличиваться на 10%. Ожидаемый уровень доходности равен 15%. Расчет представлен в табл. 15.5.

Таблица 15.5

Расчет цен акций компании «ABC»

Год	Дивиденды	Цена акции, руб.	Коэффициент приведения	Приведенная стоимость, руб.		
				Дивиденды	Цена	Всего
0	—	100,00	1,00	—	100	100
1	5,00	110,00	0,87	4,35	95,65	100
2	5,50	121,00	0,76	8,51	91,49	100
3	6,05	133,10	0,66	12,48	87,52	100
4	6,66	146,40	0,57	16,29	83,71	100
...						
10	11,79	259,37	0,25	35,89	64,11	100
20	30,58	672,75	0,06	58,89	41,11	100
100	62 639,15	1 378 061,23	0,0000005	98,83	1,17	100

При расчете мы пользовались формулой:

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{d_i}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n}.$$

Рассчитаем текущую цену акции, если известны прогнозные значения ее цены и дивидендов на ближайшие четыре года:

$$P_0 = \frac{5}{1+0,15} + \frac{5,5}{1,15^2} + \frac{6,05}{1,15^3} + \frac{6,66}{1,15^4} + \frac{146,4}{1,15^5} = 100 \text{ руб.}$$

Из таблицы 15.5 мы видим, что по мере увеличения временного горизонта большую часть приведенной текущей стоимости акций составляют дивидендные платежи, а доля будущей цены уменьшается. Однако в целом сумма приведенных стоимостей будущих дивидендов и прогнозной цены всегда равна 100 руб.

Для четырехлетнего прогнозного периода доля дивидендов составляет 16,3%, а удельный вес будущей цены в приведенной стоимости 83,7%, для 20-летнего периода это соотношение составляет 58,9 и 41,1%, а для 100-летнего — 98,8 и 1,2% соответственно. Поэтому вполне логично предположить, что текущая цена акции определяется будущими дивидендами.

Рассмотрим, каким образом можно определить текущую цену акции, если ежегодно дивиденды растут с постоянным темпом (g). В этом случае дивиденды второго года будут равны $d_1(1+g)$, дивиденды третьего года равны $d_1(1+g)^2$ и т.д.

Общая цена акции определяется по формуле:

$$P_0 = \frac{d_1}{1+r} + \frac{d_1(l+g)}{(1+r)^2} + \frac{d_1(l+g)^2}{(1+r)^3} + \dots + \frac{d_n(l+g)^{n-1}}{(1+r)^n}.$$

При этом должно соблюдаться условие, что темпы роста дивидендов меньше, чем ставка дисконтирования, т.е. $g < r$. Это вполне логичное предположение, так как общая доходность помимо дивидендов включает в себя и прирост курсовой стоимости акций.

Преобразовав данную формулу, получим итоговое выражение (формула Гордона):

$$P_0 = \frac{d_1}{r-g}.$$

При использовании этой формулы определения цены акции необходимо учитывать, что она годится только в том случае, если ставка дисконта (r) больше ожидаемого темпа роста дивидендных выплат (g). Если величина g близка к значению r , то в приведенной выше формуле знаменатель ($r - g$) становится очень маленькой величиной, а цена P_0 — неограниченно большой и данная формула не имеет экономического смысла.

Поэтому при использовании этой модели делается ряд допущений, в частности:

- дивидендные выплаты ежегодно увеличиваются с одинаковым темпом прироста;
- темп роста дивидендов отражает темп роста компании и ее активов;
- требуемая доходность всегда выше, чем темп роста дивидендных выплат.

Недостаток данной модели заключается в том, что темп роста дивидендных выплат не всегда отражает темп роста компании и динамику изменения рыночных цен. В ряде случаев фирмы, чтобы создать видимость благополучия, продолжают выплачивать высокий дивиденд, оставляя все меньшую часть прибыли для развития производства. Это приводит к тому, что темп дивидендных выплат сохраняется прежним, а темпы роста компании замедляются.

Можно рассмотреть противоположную ситуацию, когда собранием акционеров принимается решение не выплачивать дивиденды, а всю чистую прибыль направить на расширение производственной базы. В такой ситуации если $d_0 = 0$, то $P_a = 0$. Руководствуясь формальными признаками с точки зрения инвестора, вложения в данные ценные бумаги не представляют интереса, так как не приносят текущего

дохода в виде дивиденда и ценность этих акций равна нулю. Однако это заключение будет абсолютно ошибочным, так как прибыль, реинвестированная в бизнес, увеличивает стоимость фирмы, величину активов в расчете на одну акцию и будущий поток денежных выплат. В указанной ситуации цена акций может не только не уменьшиться, но и возрасти.

Для того чтобы устранить отмеченные недостатки, разработан модифицированный способ оценки акций на основе дивидендных выплат, который учитывает, что часть прибыли подлежит реинвестированию с определенным уровнем доходности. Если дивидендные выплаты выразить через долю прибыли, то мы получим:

$$d = P \times (1 - b),$$

где P — чистая прибыль;
 b — доля прибыли, направленная на реинвестирование.

Реинвестированная прибыль обеспечивает развитие компании и в определенной степени определяет темпы роста активов фирмы. Однако темп роста компании будет зависеть от эффективности использования реинвестируемых средств. При наличии у компании высокоэффективных проектов темп роста будет выше. Поэтому в модель оценки акций вместо показателя темпа роста дивидендных выплат d вводят коэффициент, учитывающий эффективность реинвестирования, который определяется по формуле:

$$K_s = b \times r,$$

где b — доля прибыли, исправленная на реинвестирование;
 r — доходность вложений в развитие фирмы.

В этом случае модифицированная модель оценки акций имеет следующий вид:

$$P_a = \frac{P_1 \times (1 - b)}{K - b \times r},$$

где P_1 — ожидаемая прибыль будущего года.

Пример. Инвестор предполагает, что в будущем году компания получит прибыль в размере 12 руб. на одну акцию. Доля прибыли, направляемая на реинвестирование, составляет 58%. Требуемая инвестором доходность — 30%. Прибыль, направляемая на развитие производства, обеспечивает получение доходности в размере 35%. Для того чтобы оценить акции компании, воспользуемся модифицированной моделью оценки акций:

$$P_a = \frac{12(1-0,58)}{0,3-0,58 \times 0,35} = 51,54 \text{ руб.}$$

При использовании в данной модели показателя, характеризующего доходность реинвестированных средств, результат получается более достоверным, так как реинвестированная прибыль дает в последующем большую прибыль и больший поток дивидендных выплат. Это позволяет инвестору сделать более обоснованный вывод о целесообразности приобретения акций компании на фондовом рынке. Если на рынке акции котируются по цене 40 руб., а мы получили денежную оценку в размере 51,54 руб., то это свидетельствует, что акции недооценены и есть основания для их приобретения.

15.5. Приобретение и выкуп акций

Акционерные компании не только являются эмитентами ценных бумаг, но и осуществляют на рынке операции по покупке собственных акций. Далее мы рассмотрим основные цели, которые преследуют корпорации, приобретая собственные акции.

Цель первая — приобретение размещенных акций для уменьшения уставного капитала АО. Данная операция осуществляется на основании решения общего собрания акционеров квалифицированным большинством голосов. Приобретенные акции при их покупке погашаются, в результате чего в обращении остается меньшее число акций. Следствием данной тактики является увеличение удельного веса оставшихся пакетов акций. Если в АО выпущено 10 млн акций и один из акционеров владеет 4,5 млн акций, то в результате приобретения и погашения 1 млн акций в обращении останется только 9 млн акций, а доля данного акционера повысится с 45 до 50%.

Цель вторая — приобретение акционерным обществом акций для поддержания собственных котировок. На фондовом рынке эту операцию называют «обратный выкуп» (*buy back*). В случае снижения цен на акции компании скупают на рынке свои собственные акции с целью:

- создания искусственного повышенного спроса на них, в результате чего падение цен прекращается и начинается рост котировок;
- уменьшения количества акций, находящихся в свободном обращении, что также поддерживает повышенный спрос и рост цен;
- извлечения дохода от данной операции за счет покупки акций по низкой цене и продажи их по более высокой.

Цель третья — приобретение акций для увеличения дивидендов в расчете на одну обращающуюся акцию. Приобретенные акции принимаются на баланс АО, и на них не начисляются дивиденды. Следовательно, если определена общая сумма дивидендных выплат и компания приобретет часть акций, то эта сумма распределяется на меньшее число акций.

Пример. В обращении находится 1 млн акций. Принято решение из полученной прибыли направить на выплату дивидендов сумму в размере 2 млн руб. Если компания не будет выкупать акции, то дивиденд в расчете на одну акцию составит 2 руб. Если же компания выкупит 10% акций, то общая сумма дивидендных выплат будет распределена на меньшее число обыкновенных акций. В этом случае размер дивиденда на одну акцию составит 2,2 руб.

Цель четвертая — приобретение акций для уменьшения числа голосов на собрании акционеров. В соответствии с российским законодательством акции, принятые на баланс АО, не предоставляют права голоса и не учитываются при подсчете голосов. Поэтому для усиления своего влияния на собрании акционеров совет директоров, если уставом ему это право предоставлено, может принять решение о приобретении части акций у акционеров. В первую очередь продавать акции будут акционеры, которых не удовлетворяет состояние дел в компании, т.е. потенциальные противники нынешнего совета директоров, и на собрании они будут голосовать против предложений совета. Поэтому скупая акции у этих акционеров, совет директоров уменьшает число голосов, которые могут быть поданы против политики, проводимой нынешним руководством компании.

Цель пятая — приобретение акций для предотвращения политики недружественного поглощения. Если имеются признаки, что какой-либо инвестор пытается захватить контрольный пакет в компании, то менеджеры могут противодействовать этому различными способами, в том числе используя метод обратного выкупа. Приобретая свои собственные акции, АО таким образом уменьшает количество акций, находящихся в свободном обращении. В результате «поглотителю» остается меньшее поле деятельности для формирования контрольного пакета.

Пример. Деятельность компании контролируется группой акционеров, владеющих 40% акций, для формирования контрольного пакета необходимо обладать не менее чем 51%. У «поглотителя» достаточно широкое поле деятельности, так как в обращении находится 60% акций. Чтобы избежать поглощения, совет директо-

ров принимает решение о приобретении 11% акций, которые будут зачислены на баланс АО. В результате в обращении останется только 49%, что затрудняет деятельность по поглощению. В случае если попытка поглощения будет продолжена (теоретически можно предположить, что данный инвестор скупит на рынке все оставшиеся 49% акций, в результате чего его пакет будет больше, чем пакет группы акционеров, контролирующую компанию в настоящее время), то у нынешних владельцев сохранится резервный вариант — купить акции, числящиеся на балансе АО, и довести свою долю до 51% в уставном капитале.

Цель шестая — приобретение акций для их перераспределения в пользу управляющих или других лиц. Компании в настоящее время весьма широко используют свои собственные акции для поощрения менеджеров вместо традиционных премиальных выплат. Считается, что менеджер, обладая акциями, будет в своей деятельности в большей мере руководствоваться интересами акционеров. Если менеджеру потребуются денежные средства, то он всегда имеет возможность продать свои акции на рынке.

В мировой практике существуют два основных способа приобретения компанией собственных акций.

В первом случае компания проводит операции на открытом рынке, как и любой другой инвестор. Она свободно покупает и продает собственные акции, руководствуясь перечисленными целями. При этом возможны два варианта проведения операций на открытом рынке:

- компания оповещает о своих намерениях приступить к приобретению своих акций на фондовом рынке;
- компания не ставит акционеров в известность о собственных приобретениях размещенных акций. Продавец акций реализует их на рынке, не зная заранее покупателя, в лице которого может выступать как компания, скупающая свои собственные акции, так и любое другое лицо. Проводя операции на открытом рынке, компании могут достаточно свободно манипулировать со своими акциями и искусственно понижать или поддерживать их котировки.

Во втором случае деятельность компаний по приобретению собственных акций ограничивается определенными рамками. В нормативных актах и учредительных документах фирмы устанавливаются правила приобретения размещенных акций, процедура принятия решения о покупке акций, предельное количество акций, которые может приобрести компания, права акционеров по реализации принадлежащих им акций и др. Компания делает акционерам тендерное

предложение продать принадлежащие им акции. Тендерные предложения бывают двух типов:

- компания приобретает акции у акционеров по фиксированной цене;
- компания выкупает акции по ценам, предлагаемым самими акционерами.

Выкуп происходит по типу «голландского аукциона» в следующем порядке:

- компания объявляет о покупке определенного числа акций;
- акционеры подают заявки на продажу с указанием цены;
- компания начинает удовлетворять заявки с наименьшими ценами, пока не выкупит определенное число акций.

Российским законодательством предусмотрена первая схема приобретения АО собственных акций по фиксированной цене. Основанием для их покупки являются решения общего собрания или совета директоров. Если приобретение акций осуществляется с целью уменьшения УК, то данный процесс может происходить только на основании решения общего собрания акционеров. В других случаях покупка акций может производиться по решению совета директоров. При этом установлено ограничение, что акционерное общество не имеет права приобретать более 10% размещенных акций.

Акции, выкупленные обществом в целях уменьшения уставного капитала, погашаются при их приобретении. В этом случае уменьшается общее количество размещенных акций и величина УК.

Если акции приобретаются по решению совета директоров, то при их покупке они не гасятся, а принимаются на баланс АО. Акции, числящиеся на балансе, не дают права голоса на собраниях акционеров, не обладают преимущественными правами при покупке новых акций, не дают права на получение части имущества при ликвидации компании, не участвуют в распределении дивидендов. Поэтому многие АО прибегают к покупке собственных акций в преддверии общего собрания акционеров, чтобы уменьшить число голосов оппонентов и увеличить дивиденд на одну акцию.

Приобретенные обществом акции могут числиться на балансе не более одного года. В течение этого периода они должны быть реализованы. В противном случае общее собрание акционеров должно принять решение об уменьшении УК за счет погашения приобретенных акций или об увеличении номинальной стоимости оставшихся акций на сумму номинальных стоимостей погашаемых акций при сохранении УК на неизменном уровне.

В случае принятия решения о приобретении собственных акций АО обязано не позднее чем за 30 дней до начала срока, в течение которого будет осуществляться эта операция, уведомить об этом акционеров. В уведомлении содержится информация об общем количестве приобретаемых акций, сроках начала и окончания покупки акций, цене приобретения, категориях покупаемых акций и т.п. Срок, в течение которого осуществляется приобретение акций, не может быть меньше 30 дней. В течение этого периода акционеры, желающие продать свои акции, должны направить АО заявление с указанием числа продаваемых акций. По истечении установленного срока АО определяет суммарное число акций, предлагаемых акционерами для продажи. Если это число превышает количество акций, которое общество предполагало приобрести, то акции покупаются у акционеров пропорционально заявленным требованиям.

От процесса приобретения АО собственных акций следует отличать процедуру выкупа компанией акций у акционеров. Если решение о приобретении акций принимает акционерное общество, то решение о выкупе принимается имеющими на это право акционерами, а АО обязано осуществить выкуп акций.

Право требовать выкупа возникает только у владельцев голосующих акций, если они не принимали участия в голосовании или голосовали против принятия решения по следующим вопросам:

- реорганизация АО, предусматривающая слияние, разделение, выделение, присоединение или преобразование предприятия;
- совершение крупной сделки, предметом которой является имущество, превышающее 50% балансовой стоимости активов;
- внесение изменений и дополнений в устав, ограничивающих права акционеров.

Решения по указанным вопросам принимаются $\frac{3}{4}$ голосов акционеров, присутствующих на собрании. Если решения по этим вопросам приняты, а акционер голосовал против или не принимал участия в голосовании, то у него появляется возможность требовать выкупа акций. Для этого он должен направить АО заявление с указанием количества акций, предъявляемых к выкупу. Акционерное общество в течение 45 дней собирает эти заявления, обобщает их, а затем производит выкуп. На выкуп акций АО не может направить более 10% чистых активов. Если стоимость акций, предъявленных к выкупу, превышает 10% чистых активов общества, то акционеров выкупаются пропорционально заявленным требованиям. Выкуп акций осуществляется по рыночной стоимости.

Акции, выкупленные компанией в случае ее реорганизации, погашаются при выкупе. В других случаях акции принимаются на баланс общества и должны быть реализованы им в течение одного года.

Контрольные вопросы

1. Какова взаимосвязь стоимости акций с УК и активами компании?
2. Какими правами обладают владельцы привилегированных акций?
3. Как производится оценка акций?
4. Какие методы определения рыночной цены акции применяются на фондовом рынке?
5. Как определяется доходность по акциям?
6. Почему компания выкупает с рынка собственные акции?

Финансовый лизинг

16.1. Сущность лизинга

Суть финансового лизинга заключается в инвестировании временно свободных или привлеченных финансовых средств, когда по поручению предприятия-лизингополучателя лизинговая компания приобретает в собственность имущество у определенного продавца и предоставляет это имущество лизингополучателю за плату во временное владение и пользование.

Лизинговая компания не несет ответственности за выбор предмета лизинга и продавца. Эта ответственность ложится на лизингополучателя. Вместе с тем в некоторых договорах лизинга может быть предусмотрено, что выбор продавца и приобретаемого имущества осуществляется лизингодателем.

В Федеральном законе от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)» предусмотрено, что все участники лизинговых операций делятся на прямых и косвенных. К *прямым участникам лизинговой сделки* относятся лизингополучатели, лизингодатели, поставщики (продавцы) лизингового имущества (рис. 16.1).

Лизингополучатель — физическое или юридическое лицо, которое в соответствии с договором лизинга обязано принять предмет лизинга за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях во временное владение и в пользование в соответствии с договором лизинга.

Лизингодатель — физическое или юридическое лицо, которое за счет привлеченных или собственных денежных средств приобретает в ходе реализации лизинговой сделки в собственность имущество и предоставляет его в качестве предмета лизинга лизингополучателю за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях во временное владение и в пользование с переходом или без перехода к лизингополучателю права собственности на предмет лизинга.

Продавец — физическое или юридическое лицо, которое в соответствии с договором купли-продажи с лизингодателем продает лизингодателю в обусловленный срок производимое (закупаемое) им

имущество, являющееся предметом лизинга. Продавец обязан передать предмет лизинга лизингодателю или лизингополучателю в соответствии с условиями договора купли-продажи.

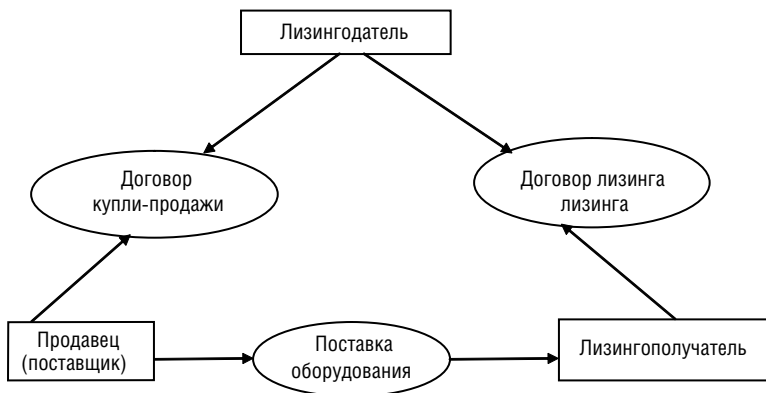


Рис. 16.1. Прямые участники лизинговой сделки

Косвенными участниками лизинговой сделки считаются банки, гаранты лизинговых сделок, страховые компании, посредники, лизинговые брокеры.

Понятие «финансовая аренда (лизинг)» означает, что эта операция осуществляется с участием финансового посредника — лизинговой компании, изыскивающей необходимые средства для финансирования приобретения имущества по заявке лизингополучателя. При этом лизинговая компания принимает на себя финансовые риски в объеме, близком к стоимости лизингового имущества и процентов.

Все участники лизинговой операции осуществляют свою деятельность, основанную на экономической заинтересованности, на правах и обязанностях, установленных в договорах между ними.

Таким образом, лизинг предусматривает одновременное заключение как минимум двух контрактов: договора лизинга (между лизингополучателем и лизингодателем) и договора купли-продажи (между лизингодателем и продавцом имущества). На практике такие взаимоотношения могут трансформироваться в значительно более сложные схемы с большим количеством прямых и косвенных участников лизинговой сделки.

Лизинг имеет определенное сходство с кредитом, предоставленным предприятию банком для покупки оборудования, основанным на условиях срочности, возвратности и платности. Однако это только

одна из характеристик лизинга. Другая важнейшая характеристика базируется на отношениях собственности.

При лизинге *собственность на предмет лизинга* в течение всего срока договора сохраняется за лизингодателем, в то время как лизингополучатель приобретает имущество лишь во временное пользование, т.е. право пользования имуществом отделяется от права владения им. За обладание этим правом лизингополучатель платит лизинговой компании лизинговые платежи, размер, вид и график перечисления которых определяется условиями двустороннего договора.

По истечении срока лизингового договора лизингополучатель может, в зависимости от того, как он договорится с лизинговой компанией:

- приобрести объект сделки по согласованной цене (выкупной стоимости) в собственность;
- продлить лизинговый договор на прежних или на иных — скорректированных — условиях;
- вернуть оборудование собственнику по истечении срока договора.

На практике при операциях финансового лизинга чаще всего используется первый из перечисленных выше вариантов.

Предметом договора лизинга могут быть любые непотребляемые вещи, в том числе предприятия и другие имущественные комплексы, здания, сооружения, оборудование, транспортные средства и другое движимое и недвижимое имущество, используемое для предпринимательской деятельности, кроме земельных участков и других природных объектов, а также имущество, которое федеральными законами запрещено для свободного обращения или для которого установлен особый порядок обращения.

Сущность лизинговых отношений не сводится только к отношениям определенных рамками лизингового договора сторон. Лизинговая сделка — это более широкое понятие по сравнению с лизинговым договором, так как она включает совокупность договоров, необходимых для реализации договора лизинга: договор купли-продажи имущества; кредитный договор или договор займа; договор страхования; договор залога, поручительство; договор поставки продукции, изготовленной на лизинговом оборудовании. Таким образом, комплексность лизинговых правоотношений определяется возможностью заключения ряда договоров. Все они взаимосвязаны между собой и взаимообусловлены.

Процесс формирования лизинговых правоотношений предполагает определенную последовательность.

Этап первый — установление отношений между предприятием, заинтересованным в получении имущества в лизинг, и производителем

лем или продавцом этого имущества. Будущий лизингополучатель, заинтересованный в получении конкретных и определенных видов имущества, самостоятельно на основе имеющейся у него информации, опыта, рекомендаций, результатов предварительно достигнутых соглашений подбирает располагающего этим имуществом продавца. Стороны предварительно договариваются о цене, об условиях поставки, технико-экономических характеристиках, подписывают соответствующий документ, например протокол, который в дальнейшем будет представлен лизинговой компании.

Этап второй — будущий лизингополучатель после проведения анализа рынка лизинговых услуг и его операторов формирует и направляет свою заявку лизингодателю.

Этап третий — лизингодатель изучает поступившую заявку. При этом лизинговая компания:

- исследует информацию о потенциальном лизингополучателе: бизнес-план проекта, бухгалтерские отчеты, кредитную и лизинговую историю (если они имеются), кадровую укомплектованность и т.п.;
- проводит маркетинговое исследование по оборудованию для лизинга;
- проверяет соответствие цены, которую согласовал лизингополучатель, текущему рыночному уровню;
- осуществляет предварительные переговоры с продавцом имущества;
- рассчитывает риски готовящейся лизинговой операции;
- определяет свое отношение к обеспечению сделки, страхованию различных рисков;
- решает вопросы, связанные с условиями финансирования покупки имущества;
- определяет величину лизингового процента и основных параметров будущего договора лизинга и сопутствующих ему других договоров.

Этап четвертый — лизингодатель после согласований всех условий сделки с заинтересованными предприятиями и организациями получает необходимое финансирование: банковский кредит, коммерческий кредит поставщика, заемные средства или выделяет собственные средства на покупку имущества. После этого заключается договор лизинга между лизингодателем и лизингополучателем.

Этап пятый — по поручению лизингополучателя лизинговая компания осуществляет закупку необходимого имущества у продавца на основе договора купли-продажи. При этом лизинговая компания становится собственником имущества.

Этап шестой — лизингодатель осуществляет страхование:

- имущественных интересов:
 - передаваемого в лизинг имущества от риска утраты (гибели), недостачи или повреждения при транспортировке от продавца к лизингополучателю,
 - рисков, возникающих при монтажных и пуско-наладочных работах,
 - имущества от риска утраты (гибели) или повреждения в течение срока лизинга;
- жизни и здоровья работников предприятия, на котором используется лизинговое имущество;
- финансовых, коммерческих рисков невозврата лизинговых платежей. Страхователем может выступать только лизингодатель.

Этап седьмой — купленное имущество передается лизингополучателю во временное владение и пользование на оговоренных в договоре лизинга условиях.

Этап восьмой — лизингополучатель, пользуясь имуществом, переданным ему в лизинг, выплачивает лизинговой компании в предусмотренные в договоре сроки соответствующие лизинговые платежи.

Этап девятый — заключительный. Лизинговая операция может быть завершена выплатой всех предусмотренных договором лизинга платежей и выкупом имущества в собственность его новым владельцем — бывшим лизингополучателем.

В российском законодательстве предусмотрены следующие особенности лизинговых операций:

- право выбора объекта лизинга и продавца лизингового имущества принадлежит лизингополучателю, если иное не предусмотрено договором;
- лизингодатель приобретает в собственность указанное лизингополучателем имущество у определенного им продавца и предоставляет лизингополучателю имущество во временное владение и пользование;
- лизинговое имущество используется лизингополучателем как правило в предпринимательских целях;
- лизинговое имущество приобретается лизингодателем у продавца лизингового имущества только при условии передачи его в лизинг лизингополучателю;
- лизинговое имущество передается продавцом непосредственно лизингополучателю;
- риск случайной гибели или случайной порчи имущества переходит к лизингополучателю в момент передачи ему этого имущества;

- сумма лизинговых платежей за весь период лизинга должна включать полную (или близкую к ней) стоимость лизингового имущества в ценах на момент заключения сделки;
- лизинг может быть как внутренним, когда все субъекты лизинга являются резидентами Российской Федерации, так и международным, когда лизингодатель или лизингополучатель являются нерезидентами;
- имущество, переданное в лизинг, в течение всего срока действия договора лизинга является собственностью лизингодателя;
- лизингополучатель вправе предъявить продавцу требования, вытекающие из договора купли-продажи имущества (по качеству, комплектности, сроку поставки);
- лизингодатель не отвечает перед лизингополучателем за выполнение продавцом требований договора купли-продажи;
- лизингополучатель не может расторгнуть договор купли-продажи лизингового имущества без согласия лизингодателя;
- в договоре лизинга может быть предусмотрено право выкупа лизингового имущества лизингополучателем по истечении или до истечения срока договора;
- по соглашению сторон в договоре лизинга может предусматриваться ускоренная амортизация лизингового имущества с коэффициентом ≤ 3 .

16.2. Виды и формы лизинга

Рынок лизинговых услуг характеризуется многообразием форм лизинга, моделей лизинговых контрактов и юридических норм, регулирующих лизинговые операции.

Лизинг делится на два наиболее крупных вида: финансовый и оперативный лизинг.

При *финансовом лизинге*:

- лизингодатель закупает имущество для передачи его в лизинг не на свой страх и риск, а по указанию лизингополучателя;
- кроме лизингодателя и лизингополучателя в сделке участвует третья сторона — продавец объекта сделки;
- продолжительность договора лизинга соизмерима или превышает срок амортизации;
- переход права собственности и завершение договора невозможны до выплаты лизингополучателем полной суммы.

При *оперативном лизинге*:

- лизингодатель закупает имущество на свой страх и риск;
- по истечении срока действия договора предмет лизинга возвращается лизингодателю;
- лизингополучатель не имеет права требовать перехода права собственности на предмет лизинга;
- предмет лизинга может быть передан в лизинг неоднократно в течение полного срока амортизации имущества.

Кроме того, в мировой практике предусматривается и иное деление лизинга. Например, по отношению к арендуемому имуществу (или по объему обслуживания) различают следующие типы лизинга:

чистый лизинг, когда все расходы по обслуживанию имущества принимает на себя лизингополучатель. При этом лизингополучатель переводит лизингодателю чистые, или нетто-платежи. Большинство услуг на отечественном лизинговом рынке оборудования являются чистыми;

полный лизинг, т.е. лизинг с полным набором услуг, или «мокрый лизинг», когда лизингодатель принимает на себя все расходы по обслуживанию имущества. Чаще его используют сами изготовители оборудования. По стоимости полный лизинг один из самых дорогих, так как у лизингодателя увеличиваются расходы на техническое обслуживание, сопровождение квалифицированным персоналом, поставку необходимых комплектующих изделий и др.;

частичный лизинг (с частичным набором услуг), когда на лизингодателя возлагаются лишь отдельные функции по обслуживанию имущества.

По типу финансирования выделяют:

срочный лизинг, когда имеет место одноразовая аренда имущества;

возобновляемый (револьверный) лизинг, при котором после истечения первого срока договор лизинга продлевается на следующий период. При этом объекты лизинга через определенное время в зависимости от износа и по желанию лизингополучателя меняются на более совершенные образцы. Количество объектов лизинга и сроки их использования по возобновляемому лизингу заранее не оговариваются.

Разновидностью возобновляемого лизинга выступает *генеральный лизинг*, который позволяет лизингополучателю дополнить список арендуемого оборудования без заключения новых контрактов. Это очень важно для предприятий с непрерывным производственным циклом и при жесткой контрактной кооперации с партнерами, прежде всего с зарубежными. Генеральный лизинг используется, когда требуется срочная поставка или замена уже полученного по лизингу оборудования, а времени, необходимого на дополнительную прора-

ботку и заключение нового контракта, как правило, нет, так как для всей работы по оформлению лизингового соглашения потребуется не менее четырех-пяти месяцев. По условию соглашения в режиме генерального лизинга лизингополучателю в случае возникновения срочной непредвиденной необходимости в получении дополнительного оборудования достаточно направить лизингодателю запрос на поставку требуемого оборудования со ссылкой на согласованный перечень или каталог. В конце периода, на который заключено соглашение, производится перерасчет лизинговых платежей с учетом разновременности затрат лизингодателя и заключается новое соглашение.

В зависимости от состава участников сделки различают:

прямой лизинг, при котором собственник имущества (продавец) самостоятельно сдает объект в лизинг (двусторонняя сделка). Лизинг с участием двух сторон занимает относительно скромное положение в общем числе заключаемых лизинговых соглашений. Его доля на мировых рынках не превышает 5—7%. По сути, эту сделку нельзя назвать классической, так как в ней не участвует самостоятельная лизинговая компания;

косвенный лизинг, когда передача имущества в лизинг происходит через посредника. Такого рода сделка схожа с классической лизинговой операцией, так как в ней участвуют поставщик, лизингодатель и лизингополучатель. Причем каждый из них выступает отдельно и самостоятельно;

лизинг с участием множества сторон, или левверидж-лизинг. Этот вид лизинга распространен как форма финансирования сложных, крупномасштабных объектов, таких как авиатехника, морские и речные суда, железнодорожный и подвижной состав, буровые платформы и т.п. Такой лизинг называется еще групповым, или акционерным, лизингом с участием нескольких компаний-поставщиков, лизингодателей и привлечением кредитных средств ряда банков, а также страхованием лизингового имущества с помощью страховых пулов. В зарубежной практике такой лизинг считается наиболее сложным. Ему присуще многоканальное финансирование. Специфической особенностью этого вида лизинга является то, что лизингодатели обеспечивают лишь часть (20—40%) суммы, которая необходима для покупки объекта лизинга. Эти средства привлекаются и аккумулируются путем выпуска акций и распространения их среди лизингодателей, принимающих участие в финансировании сделки. Оставшаяся часть (60—80%) контрактной стоимости объекта лизинга финансируется банками, другими инвесторами на безрегрессионной основе. В этих сделках

виду множества участвующих сторон присутствуют поверенный кредитор — для координации действий заимодателей и поверенный лизингодателей — для управления совместными действиями контрагентов. Поверенный лизингодатель действует в качестве номинального лизингодателя и получает титул собственника оборудования. Он же распределяет лизинговую прибыль между акционерами.

Одной из форм прямого лизинга следует признать *возвратный лизинг*, представляющий собой систему взаимосвязанных соглашений, при которой предприятие — собственник имущества продает эту собственность лизинговой компании и одновременно оформляет соглашение о долгосрочной аренде своей бывшей собственности на условиях лизинга. При этом продавец собственности становится арендатором и получает от покупателя сумму по договору купли-продажи. Покупатель в ходе этой операции становится арендодателем. Российским предприятиям возвратный лизинг может помочь в деле привлечения необходимых оборотных средств.

По типу передаваемого в лизинг имущества различают:

лизинг движимого имущества (оборудование, техника, автомобили и т.п.);

лизинг недвижимости (здания, сооружения, а также суда, самолеты, космическая техника, которые в соответствии с российским законодательством относятся к недвижимости).

По степени окупаемости имущества лизинг разделяют:

лизинг с полной (или близкой к полной) окупаемостью, когда в течение срока действия лизингового договора происходит полная или близкая к полной амортизация имущества и соответственно осуществляется выплата лизингодателю стоимости имущества;

лизинг с неполной окупаемостью, при котором в течение срока действия одного лизингового договора происходит частичная амортизация имущества и окупается только ее часть.

Оперативный, или сервисный, лизинг представляет собой арендные отношения, при которых расходы лизингодателя, связанные с приобретением и содержанием сдаваемых в аренду предметов, не покрываются арендными платежами в течение одного лизингового контракта. Контракт заключается чаще всего на срок от нескольких недель до нескольких месяцев. Например, строителям определенные виды техники не нужны круглогодично. Поэтому здесь в большей мере будет использоваться оперативный лизинг. Данный вид лизинга избавляет строительные организации от значительных затрат на создание специализированных технических служб и ремонтных баз по обслуживанию техники.

В зависимости от сектора рынка, где проводятся лизинговые операции, разделяют:

внутренний лизинг, когда все участники сделки представляют одну страну;

внешний (международный) лизинг. К внешнему лизингу относятся сделки, в которых лизингодатель и лизингополучатель принадлежат разным странам.

Внешний лизинг в свою очередь подразделяется на импортный, когда зарубежной стороной является лизингодатель (для нашей страны это означает движение имущества из-за рубежа в Россию), и экспортный, когда зарубежной стороной является лизингополучатель (движение сдаваемого в лизинг имущества из Российской Федерации в другие страны).

По отношению к налоговым льготам различают лизинг с использованием льгот по налогообложению имущества, прибыли, НДС, различных сборов, ускоренной амортизации и т.п. и лизинг без использования льгот.

По характеру лизинговых платежей осуществляется разделение лизинга по видам в зависимости:

- от вида лизинга (финансовый, оперативный);
- форм расчетов между лизингодателем и лизингополучателем:
 - денежных, когда все платежи производятся в денежной форме,
 - компенсационных, когда платежи осуществляются в форме поставки товаров, произведенных на сданном в лизинг оборудовании (по существу, это бартер), или путем зачета услуг, оказываемых друг другу лизингополучателем и лизингодателем,
 - смешанных, когда применяются обе указанные формы платежа;
- состава учитываемых элементов платежа (амортизация, дополнительные услуги, лизинговая маржа, страхование и т.д.);
- применяемого метода начисления:
 - с фиксированной общей суммой,
 - авансом (депозитом),
 - учетом выкупа имущества по остаточной стоимости,
 - учетом периодичности внесения (ежегодные, полугодовые, ежеквартальные, ежемесячные),
 - учетом срочности внесения (в начале, середине или в конце периода платежа),
 - учетом способа уплаты: равномерными равными долями, с увеличивающимися и уменьшающимися размерами (в за-

висимости от финансового состояния лизингополучателя и условий договора).

При делении лизинговых операций по степени риска для лизингодателя различают:

необеспеченный лизинг, при котором лизингополучатель фактически не представляет лизингодателю никаких дополнительных гарантий выполнения своих обязательств. Такой подход к гарантиям при лизинге имеет чисто российскую специфику, так как в других странах само лизинговое имущество, собственник которого лизингодатель, является необходимым обеспечением лизинговой операции;

частично обеспеченный лизинг, подразумевающий наличие страхового депозита, покрывающего определенную долю расходов лизингодателя и «замороженного» на счетах кредитной организации до окончания срока договора и полного выполнения лизингополучателем своих обязательств;

гарантированный (обеспеченный) лизинг, при котором риски распределяются между несколькими субъектами, выступающими гарантами лизингополучателя, либо страховыми компаниями, специализирующимися на страховании возврата лизинговых платежей, а также лизингового имущества.

16.3. Мотивация применения финансового лизинга

Заинтересованность участников инвестиционного проекта в использовании механизма финансового лизинга обусловлена следующими факторами:

- возможностью применения ускоренной в 3 раза амортизации. В результате уменьшается налог на прибыль, а также налог на имущество. Это ведет к удешевлению лизинговой сделки и получению существенной выгоды для лизингополучателя;
- отнесением лизинговых платежей на себестоимость продукции лизингополучателя. Это позволяет лизингополучателю снизить налог на прибыль;
- свободой выбора при лизинге балансодержателя имущества;
- возможностью использования региональных и иных льгот.

Кроме того, при проведении расчетов и выборе предприятием окончательного решения следует обязательно учитывать следующие обстоятельства:

- лизинговой компании легче решить с банком вопросы финансирования сделки на наиболее приемлемых для лизингополучателя условиях;
- переговоры с производителями и поставщиками, оформление договоров купли-продажи, регистрацию производит лизингодатель, что сокращает временные и материальные затраты лизингополучателя.

Вместе с тем необходимо иметь в виду, что налоговые выгоды не всегда являются самыми значимыми мотивами применения лизинга. В России постепенно формируется такая среда хозяйствующих субъектов, для которых главным при выборе партнера по лизинговому бизнесу является возможность использования на практике оригинальных схем проведения лизинговых операций и получение максимума услуг, что в конечном итоге приводит к удешевлению инвестиционных проектов.

Активное влияние на конкурентные преимущества лизингодателей оказывают лизинговые продукты, предоставляемые лизингополучателям. Продуктом лизинговой сделки является услуга. Следовательно, чем больше и качественнее услуг может получить пользователь, тем более привлекательным становится для него лизинг. Этот процесс можно характеризовать как «услугоемкость» лизинга.

Российские лизинговые компании, реализуя сделки финансового лизинга, оказывают несколько десятков различных по объему и значимости дополнительных услуг своим клиентам. Это очень важная и отличительная особенность развития отечественного рынка лизинговых услуг. Действительно, клиенты российских лизинговых компаний, так же как и их коллеги за рубежом, все чаще отдают предпочтение такому партнерству, в процессе которого они имеют возможность ощутить культуру и качество клиентского обслуживания, терпимость к «капризам», получить широкую гамму дополнительных услуг, полезных для улучшения их производственной, финансовой и сбытовой деятельности.

Через дополнительные услуги проявляется стиль работы лизингодателей, обеспечивающий общий комфорт клиентам. Это означает, что акцент во взаимоотношениях лизинговой компании и лизингополучателя делается на качественном и количественном улучшении организации взаимодействия хозяйствующих субъектов — участников лизинговой сделки в рамках предлагаемых для практического использования лизинговых продуктов.

16.4. Расчет лизинговых платежей

Расчет экономически обоснованного размера платежей, обеспечивающего лизингодателю определенный уровень доходности, а лизингополучателю — приемлемый в конкретных условиях уровень затрат, причем с учетом временной стоимости денег, является одним из основных этапов ценообразования лизинговой сделки.

Для лизингодателя важно учесть и правильно отразить в текущих лизинговых платежах все понесенные им расходы по лизинговой сделке.

Эти расходы связаны прежде всего с исполнением договора купли-продажи имущества (т.е. расходы по привлечению кредитных ресурсов, оплате стоимости имущества продавцу, транспортировке имущества, уплате налогов, пошлин, проведению монтажных и пусконаладочных работ и т.д.).

Вторая категория издержек по лизинговой сделке связана с исполнением договора лизинга с лизингополучателем. В нее входят: расходы по подготовке и проведению сделки, заработная плата персонала и начисляемые на нее проценты, аренда помещения, амортизация офисного оборудования, командировочные расходы, транспортные издержки, канцелярские товары, расходы по контролю за имуществом, расходы по страхованию, если это возложено по договору на лизингодателя, компенсация расходов лизингодателю за использованные им собственные средства, уплата текущих налогов, сборов, дополнительные услуги по договору лизинга и т.д.

Кроме того, лизингодатель стремится включить в общую стоимость лизинга ту прибыль, которую он намеревается получить за предоставленные им лизинговые услуги, включая рисковую премию.

В свою очередь лизингополучателю важно детально разобраться в методике расчета лизинговых платежей, составе учитываемых элементов платежа и в дальнейшем контролировать лизингодателя в обоснованности проведения соответствующих расчетов.

Понятие «лизинговые платежи» во многом (но не во всем) отражает стоимость предмета лизинга для лизингополучателя. В состав лизинговых платежей, которые будет во время выполнения договора лизинга выплачивать предприятие-лизингополучатель лизингодателю, должны входить следующие элементы:

- амортизация имущества;
- плата за финансовые ресурсы, привлекаемые лизингодателем для осуществления лизинговой сделки (кредиты банка, займы, собственные средства лизинговой компании);

- лизинговая маржа лизингодателя;
- рисковая премия, величина которой зависит от уровня различных видов рисков, с которыми сталкивается лизингодатель в ходе реализации проекта, например финансовые риски (невозврат лизинговых платежей). Риск учитывается в цене лизинговых услуг. При этом больший риск сопровождается более высокими ставками лизинговых платежей;
- плата за оказываемые лизингодателем дополнительные услуги лизингополучателю, предусмотренные в лизинговом договоре, например консалтинговые, юридические, технические, аутсорсинг, а также приобретение у третьих лиц: прав на интеллектуальную собственность («ноу-хау», лицензионных прав, прав на товарные знаки, марки, программное обеспечение); товарно-материальных ценностей, необходимых в период проведения монтажных и пусконаладочных работ, и т.д.;
- плата за различные формы страхования (имущества, переданного в лизинг, возврата лизинговых платежей и т.д.), если они осуществлялись лизингодателем;
- сумма налогов, выплачиваемых лизингодателем за сдаваемое в лизинг имущество.

Необходимо иметь в виду, что каждая конкретная лизинговая сделка требует от лизинговой компании индивидуального подхода, позволяющего учесть все нюансы и обстоятельства, в которых работает лизингополучатель, а также различные виды и формы гарантий, которые он может предоставить лизингодателю.

В России используется несколько методик по расчету лизинговых платежей, в том числе начисление процентов на остаток задолженности (по аналогии с платежами по договору кредитования банка и широко представленная в учебниках по банковской деятельности) и метод аннуитета.

Расчет лизинговых платежей на основе метода аннуитета предполагает, что платежи вносятся равномерными частями и при этом учитывается временная стоимость денег (одним из его элементов является дисконтный множитель).

Формула аннуитета отражает взаимосвязанное воздействие на величину платежей таких условий лизингового договора, как:

- фиксированная общая сумма;
- срок контракта;
- равномерность внесения платежей (например, полугодичная, ежеквартальная, ежемесячная);
- срочность внесения (в начале, середине или конце периода платежа);

- величина аванса;
- размер выкупа имущества по остаточной (выкупной) стоимости.

Таким образом, по результатам расчета определяется одинаковая величина для всех текущих лизинговых платежей на протяжении всего срока договора лизинга. Эта величина распределяется на суммы возмещения первоначальной стоимости имущества (через амортизацию) и лизинговый процент во временном интервале, включающий: проценты, уплачиваемые лизингодателем за заимствования; маржу лизингодателя и т.п.

Общая формула для расчета одного текущего лизингового платежа (R) имеет следующий вид:

$$R = C \times \frac{I / T}{1 - \frac{1}{(1 + I / T)^{PT}}}, \quad (16.1)$$

где C — расходы, которые понес лизингодатель на приобретение основных средств;
 I — годовой процент лизингодателя в долях;
 T — периодичность лизинговых платежей в течение одного года;
 P — срок договора лизинга в годах.

Второй множитель в формуле (16.1) называется коэффициентом рассрочки платежей или дисконтным множителем. Этот показатель напрямую зависит от величины лизингового процента и числа лизинговых платежей, уплачиваемых в течение срока договора лизинга. Также можно сделать вывод, что при постоянной величине лизингового процента с ростом числа платежей коэффициент рассрочки будет уменьшаться. При этом скорость уменьшения коэффициента рассрочки не совпадает со скоростью увеличения числа лизинговых платежей.

Когда договор лизинга предусматривает выплату лизингополучателем аванса, формализацию расчетов необходимо скорректировать. Это достигается путем вычета из первого сомножителя (16.1) величины авансового платежа (A):

$$R = (C - A) \times \frac{I / T}{1 - \frac{1}{(1 + I / T)^{PT}}}. \quad (16.2)$$

Если лизинговая сделка предусматривает выкуп имущества по выкупной (остаточной) стоимости в конце срока договора лизинга, то необходимо провести еще одну корректировку формулы расчета текущих лизинговых платежей.

Из первого сомножителя (16.2) вычтем величину остаточной (выкупной) стоимости (C_0). Соответственно формула преобразуется и будет иметь следующий вид:

$$R = (C - A - C_0) \times \frac{I / T}{1 - \frac{1}{(1 + I / T)^{PT}}}. \quad (16.3)$$

Теперь, когда мы учли все факторы, которые в той или иной степени оказывают влияние на расчет величины одного текущего лизингового платежа, следует определить общую сумму расходов лизингополучателя по договору лизинга (S). Для этой цели используем формулу:

$$S = A + R \times n + C_0 \times (1 + I / T)^{PT}, \quad (16.4)$$

где $n = P \times T$ — лизинговые платежи в течение всего срока действия договора лизинга.

Таким образом, общая сумма расходов лизингополучателя по договору лизинга будет складываться из авансового платежа, произведения текущего платежа на число таких платежей и остаточной стоимости, которая должна учитывать временную стоимость денег, а значит, рассчитываться с учетом формулы наращивания — сложных процентов.

При расчете всех платежей, перечисленных лизингополучателем лизингодателю, следует особо выделить определение величины остаточной стоимости. В течение срока договора лизинга указанная сумма в составе ежемесячных текущих лизинговых платежей не возмещалась лизингодателю. Это означает, что лизинговая компания по сути прокредитовала лизингополучателя в указанном объеме на полный срок договора лизинга, причем с отсрочкой платежей по погашению задолженности. Конечно же, такого рода услуга носит платный характер. Поэтому при завершении договора лизинга лизингополучатель должен будет вернуть эту сумму и «набежавшие» за срок договора проценты за кредит.

После завершения расчетов полученный результат целесообразно сравнить с первоначальной стоимостью оборудования, увеличенной на сумму НДС при покупке оборудования, и определить среднегодовое удорожание лизинга (Y). Оно рассчитывается по формуле:

$$Y = (S/C - 1) \times 100\% / P. \quad (16.5)$$

Это так называемое номинальное удорожание лизинга.

Однако необходимо учитывать, что предприятие перечислило лизингодателю собственные средства в виде авансового платежа. Поэтому более точным будет расчет реального удорожания, если учесть величину авансового платежа и трансформировать формулу (16.5) в формулу (16.6):

$$YN = \left(\frac{S - A}{C - A} - 1 \right) \times 100\% / P . \quad (16.6)$$

16.5. Сравнение лизинга и кредита

Сравним кредит и лизинг с точки зрения выгоды для конечного заемщика — лизингополучателя. Если анализировать только размер выплат заемщика по кредиту или по лизингу, то этого недостаточно, так как не учитываются платежи по налогам. Сравнение целесообразно осуществлять, используя величины потоков денежных средств при одном и при другом методе финансирования инвестиционного проекта.

При проведении анализа следует исходить из того, что оба метода (кредит и лизинг) имеют свои плюсы и минусы, которые нужно учитывать при проектировании сделки. Достоинства и недостатки обоих методов инвестирования в основные средства во многом связаны с режимом налогообложения участников сделки по каждому из рассматриваемых вариантов. Кроме того, следует принять в расчет юридические условия реализации инвестиционных проектов, т.е. те порядки, которые регулируют отношения по поводу прав собственности (владение и пользование при лизинге либо полное право собственности, включающее и распоряжение имуществом, при кредите).

Помимо налоговых льгот, о которых говорилось выше, следует учитывать, что:

- лизингополучатель, пользуясь имуществом, применяет рассрочку платежа;
- лизинговой компании в силу возможности использования своих профессиональных и деловых контактов и связей значительно легче по сравнению с обычным предприятием решить:
 - с банком комплекс вопросов по кредитованию, а со страховой компанией вопросы страхования различных рисков по сделке на условиях, экономически наиболее приемлемых и полезных для лизингополучателя,

- с продавцами оборудования вопросы поставки, монтажа технического обслуживания и сервиса, а также коммерческого кредитования лизинговой сделки и тем самым ее удешевления,
- с помощью надежных таможенных брокеров, с которыми она сотрудничает, вопросы растаможивания предмета лизинга, что позволяет уменьшить издержки по сделке и сократить сроки поставки оборудования на предприятие,
- проблемы, связанные с защитой интересов предприятия перед всеми субъектами рынка, включая государство (например, по возврату из бюджета НДС, уплаченного поставщику или на таможне, используя накопленный опыт споров и арбитражей с налоговой инспекцией);
- лизинговая компания, используя свои долгосрочные хозяйственные связи с продавцами, нередко имеет возможность приобрести необходимое предприятию оборудование по более низким ценам (например, при наличии заказов от лизингополучателей возможно получение скидок от продавцов за партионность), что ведет к удешевлению лизинговой сделки по сравнению с кредитом и сокращению расходов лизингополучателей;
- переговоры с производителями и продавцами, оформление договоров купли-продажи, а при необходимости регистрацию имущества производит лизингодатель, что сокращает временные и материальные затраты лизингополучателя;
- достигается экономия на сервисном обслуживании техники (например, автомобилей), так как лизингополучатель может быстро менять основные средства на новые, постоянно поддерживая при этом их высокое качество, а также свой имидж и бизнес-престиж;
- получение кредита под закупку оборудования может быть сопряжено с повышенными по сравнению с лизингом требованиями по обеспечению сделки (при лизинге по существу в качестве обеспечения могут использоваться права собственности лизинговой компании на имущество). Меньшая величина залогового обеспечения при лизинге существенно снижает требования к активам лизингополучателя и повышает вероятность реализации планов производственного и технического развития предприятия. Это означает, что уже в начале сделки лизингополучатель имеет большее финансирование, чем при кредите.

При инвестиционном проектировании необходимо иметь в виду, что, несмотря на наличие большого количества преимуществ, лизинг

имеет и некоторые недостатки по сравнению с кредитом. В частности, лизинг отличается повышенной сложностью организации сделки, которая обусловлена необходимостью согласования интересов большого количества ее участников.

Длительная по срокам продолжительность договора лизинга не всегда может быть согласована с периодом морального старения оборудования, используемого, например, в отраслях высоких технологий.

При проектировании лизинговой сделки необходимо учитывать, что в отличие от схемы заимствования проценты за кредит, которые уплачивает лизингодатель банку, платежи по страхованию имущества, которые являются составляющими общей суммы лизинговых платежей, облагаются НДС. Законодательство допускает, чтобы уплаченный НДС был принят к возмещению. Однако для некоторых предприятий такой порядок не всегда может оказаться привлекательным хотя бы потому, что требуется, пусть и краткосрочное, но отвлечение из оборота некоторой части денежных средств.

Получая имущество по лизингу, предприятие приобретает право распоряжения этим имуществом, только выполнив все обязательства по договору лизинга и став собственником актива.

При детальной проработке инвестиционных проектов и сравнении варианта покупки оборудования за счет кредитных средств и варианта приобретения этого же оборудования с помощью лизинга менеджер должен достичь сопоставимости условий реализации этих вариантов.

В частности, необходимо учесть следующие обстоятельства.

Во-первых, условия кредита, закладываемые в расчет, должны быть доступны как для заемщика, так и для лизингополучателя. Неправомерно сопоставлять варианты получения оборудования по лизингу с продолжительным сроком амортизации, например на шесть или семь лет, и привлечения банковского кредита на покупку этого оборудования с таким же сроком. Необходимо исходить из реальной ситуации, складывающейся на рынке кредитования. Возможность лизинговой компании получить кредит в иностранном банке совсем не означает, что равно такую же возможность и точно на таких же условиях имеет предприятие, заинтересованное в покупке оборудования.

Во-вторых, для обоих вариантов предусматривается одинаковая периодичность (кратность) погашения задолженности перед кредитором (лизинговой компанией и банком). В расчетах учитывается так называемый принцип финансовой эквивалентности платежей, т.е. платежи по кредиту и по лизингу должны быть приведены к одному и тому же моменту времени.

В-третьих, при кредите и при лизинге имущество должно полностью окупиться в течение срока кредита или срока лизинга.

В-четвертых, источником погашения кредита предприятия являются: амортизация, которая начисляется в обычном, а не в ускоренном порядке (т.е. без возможности получения льгот, предоставляемых при лизинге), и, если амортизации не хватает, чистая прибыль заемщика, оставшаяся у него после налогообложения.

Пример. Для того чтобы определить выгодность финансового лизинга, необходимо рассчитать поток денежных средств одной и той же компании в двух случаях:

- компания приобретает необходимое ей оборудование в собственность по договору купли-продажи, используя при этом полученный в банке кредит;
- та же самая компания приобретает то же самое имущество в соответствии с договором лизинга.

Для решения задачи используем следующие данные:

- стоимость имущества без НДС — 10 000 тыс. руб.;
- нормативный срок линейной амортизации имущества — 9 лет;
- срок лизинга (кредитования) — 3 года;
- процентная ставка за привлекаемые кредитные ресурсы — 12,0% годовых;
- лизинговая маржа — 3,0% годовых;
- налог на прибыль — 20%;
- налог на имущество — 2,2%;
- погашение задолженности по кредиту (лизингу) осуществляется равномерно с периодичностью один раз в месяц;
- при кредите и при лизинге имеется возможность возмещать уплаченный НДС.

Вариант кредита. Для определения суммы текущих платежей по погашению задолженности по кредитному договору ($\sum R_c$) используем формулу аннуитета, аналогичную той, которая использовалась для расчета лизинговых платежей:

$$\sum R_c = C \times \frac{I_c / T}{1 - \frac{1}{(1 + I_c / T)^{PT}}},$$

- где C — первоначальная стоимость имущества;
 P — срок договора, годы;
 I_c — процент годовых по кредитному договору в долях;
 T — периодичность (кратность в течение года) уплаты платежей по договору (количество платежей в течение одного года — 4).

Подставляем в формулу исходные данные, получаем:

$$\Sigma R_c = 12\,055,44 \text{ тыс. руб.}$$

Проценты за предоставленный предприятию-заемщику кредит будут составлять:

$$12\,055,44 \text{ тыс. руб.} - 10\,000 \text{ тыс. руб.} = 2\,055,44 \text{ тыс. руб.}$$

Налог на имущество. В течение нормативного срока амортизации имущества, исходя из того, что налоговая база определяется как среднегодовая стоимость имущества, признаваемого объектом налогообложения, т.е. среднеарифметических значений стоимости имущества на начало и на конец каждого отчетного периода и ставки налога, должен быть заплачен налог в размере 990,0 тыс. руб.

Налог на прибыль. При использовании варианта получения кредита возникает некоторое удорожание сделки за счет необходимости дополнительного налогообложения прибыли. Расчет ведется исходя из следующих соображений. В течение срока кредитного договора, т.е. одной трети от нормативного срока амортизации имущества, предприятие-заемщик погашает кредит и имеет право в соответствии с НК РФ отнести эти расходы, т.е. 3333,33 тыс. руб., на себестоимость.

Поскольку амортизации не хватает на погашение кредита, то остальные две трети полученных заемных средств должны быть погашены за счет чистой прибыли, оставшейся у предприятия после налогообложения. Это означает, что 6666,67 тыс. руб. выплачивается за счет чистой прибыли.

Следовательно, для погашения кредитной задолженности у предприятия должна быть создана прибыль в размере:

$$\frac{6666,67 \text{ тыс. руб.}}{1 - 0,2} = 8333,34 \text{ тыс. руб.}$$

Тогда налог на прибыль, который придется уплатить предприятию-заемщику, составит:

$$8333,34 \text{ тыс. руб.} - 6666,67 \text{ тыс. руб.} = 1666,67 \text{ тыс. руб.}$$

В результате в течение срока кредитного договора чистый отток денежных средств, связанных с приобретением необходимого предприятия имущества, составит 14 712,11 тыс. руб. (табл. 16.1).

Таблица 16.1

Расходы предприятия по приобретению оборудования за счет кредита

№	Расходы	Сумма, тыс. руб.
1	Возврат тела кредита	10 000,00
2	Возврат процентов за кредит	2 055,44
3	Налог на имущество	990,00
4	Налог на прибыль	1 666,67
Чистый отток денежных средств заемщика		14 712,11

Вариант лизинга. Расчет величины расходной части потока денежных средств лизингополучателя для приобретения им в собственность с помощью лизинга необходимого имущества будет осуществляться на основе формулы (16.4) и составит 12 931,48 тыс. руб. (табл. 16.2).

Таблица 16.2

Расходы предприятия по лизингу

№	Расходы	Сумма, тыс. руб.
1	Лизинговые платежи	12 601,48
2	Налог на имущество	330,00
Чистый отток денежных средств лизингополучателя		12 931,48

Чистый эффект лизинга (*net advantage to leasing, NAL*) равен разнице между дисконтированной стоимостью поступлений по проекту на протяжении экономической жизни проекта (*PV*) покупки за счет кредита и *PV*-лизинга. С учетом всех расходов по налогу на имущество (за весь срок амортизации) в случае использования кредитной схемы экономия от финансового лизинга равна:

$$14\,712,11 \text{ тыс. руб.} - 12\,931,48 \text{ тыс. руб.} = 1\,780,63 \text{ тыс. руб.},$$

$$\text{или } \left(\frac{14\,712,11}{12\,931,48} - 1 \right) \times 100\% = 13,77\%.$$

Итак, наши расчеты показали, что финансовый лизинг в приведенном выше примере оказался для российского предприятия более экономичным способом инвестирования в основные производственные фонды в результате применения ускоренной амортизации актива и возникновения соответствующей экономии по уплате налога на прибыль.

Следует иметь в виду, что в условиях проведения конкретной сделки расчет выгодности применения лизинга или кредита может быть несколько усложнен, например, за счет учета таких факторов, как:

- условия кредита, предусматривающие внесение депозита, с одной стороны, и внесение авансового платежа при лизинге — с другой;
- досрочное погашение кредита и выкуп имущества по остаточной стоимости (т.е. в случае его неполной амортизации);
- расходы лизингополучателя по оплате дополнительных услуг лизингодателя и прочие затраты заемщика, связанные с привлечением и обслуживанием кредита;
- расходы по страхованию различных рисков. При лизинге страхование имущества формально не является обязательным (т.е. нет жестко закрепленных законодательных требований по этому поводу), однако на практике лизингодатель как собственник имущества настаивает на его страховании. Вместе с тем культура ведения бизнеса предполагает, что предприятие, которое купило основные фонды (по любой схеме приобретения), заключит договор на страхование этого имущества;
- возможность постановки имущества как на баланс лизингодателя, так и на баланс лизингополучателя.

Необходимо обратить внимание на то, что приведенные расчеты строились в основном в пределах трех лет, которыми были ограничены сроки договоров лизинга и кредита. Если раздвинуть временные рамки и задаться вопросом, какие расходы будут нести заемщик и лизингополучатель с четвертого года и до истечения девятого года, то выясится следующее.

Во-первых, заемщик будет продолжать начислять амортизационные отчисления по приобретенному оборудованию еще в течение шести лет. Эти отчисления включают в общие расходы предприятия. В результате будет происходить уменьшение размера налогооблагаемой базы предприятия по прибыли.

Во-вторых, лизингополучатель, который использовал в течение трех лет право на применение механизма ускоренной амортизации, прекратит текущие начисления амортизации. При этом себестоимость продукции, изготовленной на полученном в лизинг оборудовании, в дальнейшем сократится, а прибыль станет возрастать. В результате может произойти увеличение налогообложения по прибыли.

Чтобы учесть эти обстоятельства, менеджеру следует внимательно отнестись к так называемой проблеме «хвостов», заглянуть за рамки послепланового периода и провести соответствующие расчеты с четвертого по девятый год, используя технику дисконтирования денеж-

ных потоков. При этом рассчитанные выше преимущества лизинга по отношению к кредиту, конечно же, будут сокращаться.

Однако такой сценарий возможен только в том случае, если лизинговая операция носит для предприятия разовый характер. В том случае, если лизинг является финансовым инструментом для реализации серьезной программы перспективного технического развития компании, у предприятия, деятельность которого ориентирована на долгосрочное развитие, появляется возможность значительно быстрее по сравнению с конкурентами, которые используют кредитную схему, обновлять свои основные фонды, применять в производстве более производительное и технически совершенное оборудование. Для такого предприятия ускоренная амортизация позволяет не только экономить на налоге на прибыль, но и, убыстряя процесс возврата собственных инвестиций через механизм амортизации, ускорять наступление момента их реинвестирования. Соответственно это ведет к росту объемов выпуска качественной продукции, к дополнительным доходам и повышению рентабельности собственного капитала компании.

Следовательно, при проектировании долгосрочной инвестиционной программы предприятия эффект лизинга, достигнутый при сравнении его с кредитом, не уменьшается, а, наоборот, увеличивается, и лизинг становится финансово целесообразным и экономически привлекательным инструментом, обеспечивающим ускорение оборачиваемости инвестиций. По данным ряда российских лизинговых компаний, более 70—75% их клиентов, заключив первую лизинговую сделку, обращаются к лизингодателям вновь. Это означает, что лизингополучатели на собственном опыте убеждаются в достоинствах и преимуществах лизинга в России.

Контрольные вопросы

1. В чем сущность лизинговой сделки?
2. Как отражается в финансовой отчетности сделка по лизингу? Как рассчитываются амортизационные начисления?
3. Чем финансовый лизинг отличается от оперативного (сервисного)?
4. В чем финансовые преимущества лизинга над кредитом?
5. Каковы особенности лизинговых операций, отраженные в российском законодательстве?

УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМ КАПИТАЛОМ

Глава 17

Управление товарно- материальными запасами

17.1. Оборотный капитал в системе управления компанией

Стратегия и тактика финансового управления компаниями, предупреждения и предотвращения финансовых затруднений включает разработку принципов управления оборотным капиталом как наиболее мобильной частью имущества, позволяющей быстро реагировать на сигналы внешней среды и изменение внутренней ситуации.

Специфика оборотного капитала заключается в том, что он авансируется для обеспечения операционно-финансового цикла организации, при этом выделяются разные по содержанию и стоящим перед ними задачам составляющие: средства, вложенные в производственные запасы, в незавершенное производство, готовую продукцию; расходы будущих периодов, а также денежные средства и средства в расчетах. В наиболее концентрированном виде цель управления оборотным капиталом можно сформулировать как обеспечение денежными средствами текущей деятельности организации, создание условий для максимальной деловой активности при ограниченных «дешевых» финансовых ресурсах, ускорение операционно-финансового цикла.

Обычно выделяют два направления, по которым можно строить управление оборотным капиталом: на основе баланса и на основе длительности оборота.

При управлении оборотным капиталом на основе баланса главная задача обычно формулируется как обеспечение оптимального уровня ликвидности, т. е. оптимального соотношения текущих активов и текущих пассивов. «Цена» неумелого управления оборотным капиталом и нарушения баланса между текущими активами и текущими пассивами может быть очень высока: при низкой ликвидности возникает опасность банкротства, при высокой ликвидности — снижаются доходы и ценность компании.

При управлении оборотным капиталом на основе длительности оборота на первый план выходит задача сокращения периода обращения денежных средств. Цикл обращения денежных средств можно сократить путем:

- снижения периода обращения запасов — ускорения производства, снижения уровня запасов, ускорения продажи готовой продукции;
- ускорения обращения дебиторской задолженности — улучшения ее сбора, уменьшения длительности отсрочки, снижения величины продаж в кредит;
- увеличения периода отсрочки оплаты кредиторской задолженности — увеличения закупок в кредит, сроков оплаты и т.п.

Необходимой составляющей управления оборотным капиталом на основе длительности оборота является расчет продолжительности обращения денежных средств. Такой расчет сам по себе является непростой и неоднозначной задачей. С наиболее распространенным методом расчета мы познакомим читателя на основе примера.

Пример. Попробуем определить продолжительность обращения денежных средств компании X с помощью данных, приведенных в табл. 17.1.

Таблица 17.1

Исходные данные для определения длительности денежного цикла

№ п/п	Показатель	Денежные средства, млн у.е.
1	Приобретение сырья	67
2	Использование сырья за период (год)	65
3	Выручка от продаж (вся продукция продана в кредит)	250
4	Себестоимость реализованной продукции	180
5	Средняя кредиторская задолженность	14
6	Средний запас сырья	12

Окончание

№ п/п	Показатель	Денежные средства, млн у.е.
7	Средний объем незавершенного производства	10
8	Средний запас готовой продукции	21
9	Средняя величина дебиторской задолженности	47

Результаты расчета и техника расчета представлены в табл. 17.2.

Таблица 17.2

Расчет длительности финансового цикла

№ п/п	Периоды, дни	Способ расчета
1	Период хранения запасов сырья	$365 : (\text{Использование сырья} / \text{Средний запас сырья}) = 365 : (65 : 12) = 67$
2	Период нахождения запасов в производстве	$365 : (\text{Себестоимость проданной продукции} / \text{Незавершенное производство}) = 365 : (180 : 10) = 20$
3	Период хранения готовой продукции	$365 : (\text{Себестоимость проданной продукции} / \text{Средний запас готовой продукции}) = 365 : (180 : 21) = 43$
4	Период оплаты дебиторской задолженности	$365 : (\text{Выручка от продажи} / \text{Средняя величина дебиторской задолженности}) = 365 : (250 : 47) = 69$
5	Период оплаты кредиторской задолженности	$365 : (\text{Приобретенное сырье} / \text{Средняя величина кредиторской задолженности}) = 365 : (67 : 14) = 76$
6	Операционный денежный цикл	$67 + 20 + 43 + 69 - 76 = 123$

Таким образом, цикл обращения денежных средств в нашем примере составляет 123 дня.

Безусловно, одной из задач финансового менеджера является выявление возможности уменьшить продолжительность обращения денежных средств для снижения суммы средств, находящихся в обороте. При этом возникает вопрос: имеет ли для компании значение, за счет чего сократится цикл (например, на один день) — за счет уменьшения периода оплаты дебиторской задолженности или увеличения периода возврата кредиторской задолженности?

Проведем соответствующие расчеты:

- сокращение периода оплаты дебиторской задолженности на один день увеличит денежные средства на 685 000 у.е. (250 млн у.е. : 365 дней);
- увеличение периода оплаты кредиторской задолженности на один день увеличит денежные средства всего лишь в размере 184 000 у.е. (67 млн у.е. : 365 дней).

Мы видим, что в приведенном выше решении дни не равнозначны в экономическом смысле. Ускорение оплаты дебиторской задолженности в нашем примере дает гораздо более высокий эффект, поэтому усилия менеджеров должны быть направлены в первую очередь на работу с дебиторами.

Определение оптимальной величины оборотного капитала — неотъемлемая часть политики управления текущими операциями фирмы. Потребность в оборотных средствах рассчитывается обычно по видам оборотных средств, в соответствии с их местом и ролью в процессе воспроизводства. Пристальное внимание традиционно принято уделять управлению запасами, которые, как правило, занимают достаточное высокое удельный вес в оборотных активах компании.

17.2. Товарно-материальные запасы

Системы управления запасами сырья, основных и вспомогательных материалов проектируются, с одной стороны, с целью непрерывного обеспечения производства каким-либо видом материального ресурса, с другой стороны — для сокращения запасов и уменьшения затрат на хранение. Для разрешения этого противоречия менеджмент должен четко структурировать последствия наличия избыточных запасов и их нехватки. Обычно выделяют следующие проблемы, связанные с избыточными запасами:

- слишком большой объем оборотного капитала оказывается связанным в запасах сырья;
- увеличение количества и объема запасов неизбежно вызывает рост издержек на хранение;
- использование дополнительных складских площадей;
- возрастание риска порчи запасов;
- рост количества неликвидных запасов и пр.

К проблемам, связанным с недостаточным уровнем запасов, обычно относят:

- срыв производственной программы;
- нарушение ритмичности производства;

- убытки из-за простоя оборудования, снижения производительности труда;
- упущенная выгода из-за невыпуска готовой продукции, востребованной рынком;
- потеря потенциальной и реальной клиентуры.

Оптимальный уровень запасов рассчитывается с учетом многих факторов и их роли на каждом конкретном предприятии, в каждом конкретном проекте. Таблица 17.3 дает обобщенное представление о факторах, которые следует рассматривать при определении потребности в оборотном капитале.

Таблица 17.3

Факторы, влияющие на потребность в оборотном капитале

№ п/п	Внутренние	Внешние
1	Размер компании, ее темпы роста	Развитость банковской сферы и финансовой инфраструктуры в целом
2	Организационная структура	Стоимость капитала на рынке
3	Навыки управления оборотным капиталом у персонала	Наличие новых технологий, продуктов
4	Возможности заимствования	Уровень конкуренции
5	Инвестиционная активность	Развитость экономики в целом
6	Традиции компании	Традиции страны и отрасли

Приведенные в таблице факторы целесообразно учитывать при рассмотрении запасов не только в традиционной классификации (сырье и материалы, незавершенное производство, готовая продукция), но и выделяя наиболее значимые группы запасов для каждой компании в каждом конкретном случае. Например, в одной из компаний авторам учебника пришлось выделить (и работать с ними) следующие группы запасов:

- неликвидный запас, который можно только списать, предварительно выявив факторы, причины и виновников его возникновения;
- невостребованный в течение 3—6 месяцев запас, величину которого целесообразно пересмотреть на основе вышеприведенных факторов или изучить возможности его продажи;
- спекулятивный запас под будущее производство, обычно формирующийся ввиду высокой инфляции (при наличии такого запаса целесообразно еще раз оценить правильность гипотезы о его «де-

- шевизне» с учетом изменения стоимости денег и других факторов);
- запасы для долгосрочных проектов, формирование которых имеет свои особенности, например, ввиду влияния таких внешних факторов, как дефицит новых видов сырья и материалов, высокая стоимость финансовых ресурсов;
 - традиционный операционный запас под текущие потребности производства;
 - запасы под неопределенность сбыта, на величину которых в первую очередь влияет такой фактор, как конкуренция;
 - запасы под неопределенность поставок, на которые влияют такие факторы, как доступность сырья и материалов, условия отсрочки платежа и пр.

17.3. Модели и методы управления запасами

Наиболее часто для определения потребности в запасах используются следующие методы:

- метод *ABC* — ранжирование элементов в структуре затрат;
- определение оптимальной партии заказа;
- поддержание оптимального уровня запаса;
- нормирование;
- приблизительная оценка потребности.

Все перечисленные методы в той или иной степени предполагают осуществление следующих операций: учет текущего уровня запаса на складах; определение размера гарантийного (страхового) запаса; расчет оптимального размера партии закупки сырья и материалов; определение интервала времени между заказами. В то же время каждый метод имеет свою специфику и сферу применения, используется на определенных этапах развития предприятия. Рассмотрим основные из известных методов и покажем особенности их использования в современных российских условиях.

Метод ABC удобен на крупных предприятиях, использующих в производстве широкую номенклатуру сырья и материалов различной стоимости и потребляемых в разных объемах. Если предприятие, имеющее тысячи наименований сырья, комплектующих и готовой продукции, будет тщательно планировать потребность во всех наименованиях запасов, анализируя все факторы, это займет массу времени и отвлечет часть персонала от не менее важной работы. Встает вопрос: как уменьшить «контролируемый пул»? Выходом здесь является выделение наиболее дорогих элементов в структуре затрат на товарно-

материальные запасы; элементов, имеющих небольшой удельный вес в затратах, и элементов, вес которых совсем мал. Подобное ранжирование позволяет осуществить метод *ABC*. Применительно к затратам на сырье и материалы указанная классификация имеет вид:

A — наиболее ценные виды ресурсов, которые требуют постоянно-го и скрупулезного учета и контроля;

B — менее ценные для предприятия товарно-материальные запасы;

C — широкий ассортимент остальных малоценных видов товарно-материальных запасов, закупаемых обычно в большом количестве.

Классификация *ABC* позволяет сосредоточить внимание на контроле только за наиболее дорогими ресурсами и тем самым экономить время и затраты на управление оборотным капиталом. На практике обычно ранжирование ресурсов по группам *A*, *B* и *C* делается приблизительно, границы между данными категориями размыты. Однако во многих учебных пособиях и методических материалах предлагается положить в основу классификации закон, открытый итальянским ученым В. Парето. Применительно к управлению затратами, связанными с запасами, он имеет следующий вид: 80% затрат приходится на 20% видов материалов [25, с. 210]¹. Поэтому обычно именно 20% материалов и приходится уделять основное внимание (группа *A*). Группа *B* — группа средней важности, на которые приходится обычно 15% затрат, им уделяется внимание время от времени; группа *C* — 5% затрат, они незначительно влияют на общую сумму затрат.

Для классификации материалов на три группы сначала составляется простой перечень материалов, используемых в течение операционно-финансового цикла или планового периода (месяц, квартал, год), с указанием их цены за единицу, количества и стоимости.

Пример. Определим, какие виды запасов надо планировать наиболее скрупулезно, если известны следующие данные (табл. 17.4).

Таблица 17.4

Исходные данные для ранжирования запасов методом *ABC*

Вид материала	Цена 1 т, тыс. руб.	Количество, т	Стоимость, тыс. руб.
<i>A</i>	1 000	22	22 000
<i>B</i>	4 500	189	850 500
<i>C</i>	440	5	2 200

¹ Так же по аналогии можно предположить, что 80% выручки предприятия приходится на 20% видов продукции, 80% суммы дебиторской задолженности — на 20% дебиторов и т. д.

Окончание

Вид материала	Цена 1 т, тыс. руб.	Количество, т	Стоимость, тыс. руб.
<i>D</i>	101	13	1 313
<i>E</i>	190	5 400	1 026 000
<i>F</i>	40	1 070	42 800
<i>G</i>	154	460	70 700
<i>H</i>	600	4 000	2 400 000
<i>I</i>	500	300	150 000
<i>J</i>	650	200	130 000
<i>K</i>	1 113	152	170 000
<i>L</i>	2 500	100	250 000
<i>M</i>	13 500	4	54 000
<i>N</i>	200	600	120 000
<i>O</i>	200	10	2 000
<i>P</i>	140	540	75 600
Итого		5 367 114	

Затем запасы упорядочиваются по их стоимости (табл. 17.5).

Таблица 17.5

Ранжированный список материалов

№ п\п	Вид материала	Цена 1 т, тыс. руб.	Количество, т	Стоимость		Стоимость нарастающим итогом	
				тыс. руб.	удельный вес, %	тыс. руб.	доля в общей стоимости сырья и материалов, %
1	<i>H</i>	600	4 000	2 400 000	44,71	2 400 000	44,72
2	<i>E</i>	190	5 400	1 026 000	19,11	3 426 000	63,83
3	<i>B</i>	4 500	189	850 500	15,85	4 276 500	79,67
4	<i>L</i>	2 500	100	250 000	4,65	4 526 500	84,31
5	<i>K</i>	1 113	152	170 000	3,17	4 696 500	87,51
6	<i>I</i>	500	300	150 000	2,79	4 846 500	90,30
7	<i>J</i>	650	200	130 000	2,42	4 976 500	92,72
8	<i>N</i>	200	600	120 000	2,23	5 096 500	94,96

Окончание

№ п\п	Вид материала	Цена 1 т, тыс. руб.	Количество, т	Стоимость		Стоимость нарастающим итогом	
				тыс. руб.	удельный вес, %	тыс. руб.	доля в общей стоимости сырья и материалов, %
9	<i>P</i>	140	540	75 600	1,41	5 172 100	96,37
10	<i>G</i>	154	460	70 700	1,31	5 242 800	97,68
11	<i>M</i>	13 500	4	54 000	1,00	5 296 800	98,68
12	<i>F</i>	40	1 070	42 800	0,80	5 339 600	99,48
13	<i>A</i>	1 000	22	22 000	0,40	5 361 600	99,89
14	<i>C</i>	440	5	2 200	0,045	5 363 800	99,94
15	<i>O</i>	200	10	2 000	0,037	5 365 800	99,97
16	<i>D</i>	101	13	1 313	0,024	5 367 114	100,00

Мы видим, что в нашем примере в группу *A* попадают три вида материалов и они дают 80% стоимости всех запасов, в группу *B* — пять видов сырья, их стоимость составляет 15% всех вложенных в запасы денежных средств. Остальные виды сырья в нашем примере составляют группу *C*, их суммарный «вклад» в затраты — 5%. Из этого следует, что наибольшее внимание при планировании денежных средств на закупку сырья надо уделять видам сырья *H*, *E* и *B*. Планированию затрат на сырье, представленное в табл. 17.5 под № 4—8, можно уделять меньше внимания, а последняя группа видов сырья обычно может финансироваться по остаточному принципу, так как их доля в затратах очень мала.

Следует отметить, что существуют другие системы ранжирования, сходные с *ABC*, но имеющие в основе другие классификационные признаки. Например, метод *HML* позволяет ранжировать запасы по цене единицы продукции, метод *XYZ* — по стоимости хранения запасов (в отличие от метода *ABC*, где учитывается стоимость потребленных запасов). Метод *FSN* используется в инновационной деятельности и позволяет учитывать быстрые перемены, методы *SDF* и *GOLF Classification* ранжируют запасы в зависимости от поставщиков, метод *SOS* делит их на сезонные и несезонные. Более подробно с этими методами можно познакомиться в книге В. Бхаллы [58, с. 361].

Важнейшим этапом управления запасами сырья и материалов, вошедших в группу *A* по методу *ABC* (и, может быть, частично в группу *B*), является *определение оптимальной партии заказа*. В западной теории и практике для этих целей обычно применяется модель экономически обоснованного заказа (*economic ordering quantity, EOQ*), известная еще по имени автора — модель Вильсона. Цель определения оптимальной партии заказа состоит в обеспечении бесперебойного снабжения сырьем и материалами при минимальных совокупных издержках хранения и организации заказов¹. Главная идея метода *EOQ* — разделение затрат на расходы по хранению запасов (переменные) и расходы по организации заказа (условно-постоянные).

Пусть *S* — годовой объем потребления сырья и материалов продаж в натуральном выражении, *N* — число заказов сырья и материалов в плановый период (год), $Q = S/N$ — величина одного заказа. Уровень запасов будет колебаться от величины *Q* после поступления заказа до нуля (или величины страхового запаса) накануне поступления следующего заказа. Но при расчетах потребности в оборотных средствах обычно учитывается средняя стоимость запасов, которая определяется по формуле:

$$A = (S/N) : 2 = Q/2,$$

где *A* — средняя величина запасов.

Пусть все затраты на хранение составляют *C* дол. При расчете затрат на хранение учитываются затраты на аренду складов, амортизацию помещений, коммунальные услуги, охрану, страхование, потери от уценки, порчи, устаревания и т. д. Возможен учет и стоимости денег, вложенных в хранение запасов. Иногда эти затраты трактуют как альтернативную стоимость (упущенные возможности). Величина *C* может быть рассчитана приблизительно, высокая точность здесь вряд ли возможна. Кроме того, далее будет показано, что в определенных пределах погрешность в оценке затрат влияет на результат незначительно. Если обозначить через *c* долю затрат по хранению единицы запаса в средней стоимости единицы запаса, то общая сумма затрат на хранение (*total carrying cost, TCC*) составит:

$$TCC = c \times p \times A = c \times p \times Q/2,$$

где *p* — цена единицы сырья или материала.

¹ Данная модель также может использоваться при определении оптимальной партии товара для перепродажи, однако для того, чтобы не перегружать текст, мы будем ее рассматривать только на примере сырья и материалов.

Издержки хранения запасов TCC , как правило переменны, а стоимость организации каждого заказа принято считать постоянной (сюда включается переписка, телефон-факс, представительские, командировочные расходы и пр.). Пусть постоянные издержки равны F , и если размещается N заказов в год, то общая стоимость организации заказов (*total ordering cost*, TOC) за период равна:

$$TOC = F \times N.$$

Если решить данное уравнение для N , получим $N = S/2 A$. Из данной формулы видно, что число заказов снижается с ростом объемов партии. Если сами заказы велики, их число в течение года мало, поэтому малы и затраты на организацию заказов.

Подставляя N в предыдущую формулу, имеем:

$$TOC = F \times S/2 A = F \times S/Q.$$

Таким образом, общие совокупные затраты на хранение и организацию заказов (*total inventory costs*, TIC) равны:

$$TIC = TCC + TOC = (c \times p \times Q/2) + (F \times S/Q).$$

Эта формула является основой для определения оптимальной партии заказа. Она позволяет найти компромисс между издержками, которые растут, и издержками, которые снижаются. Проиллюстрируем данное положение рис. 17.1.

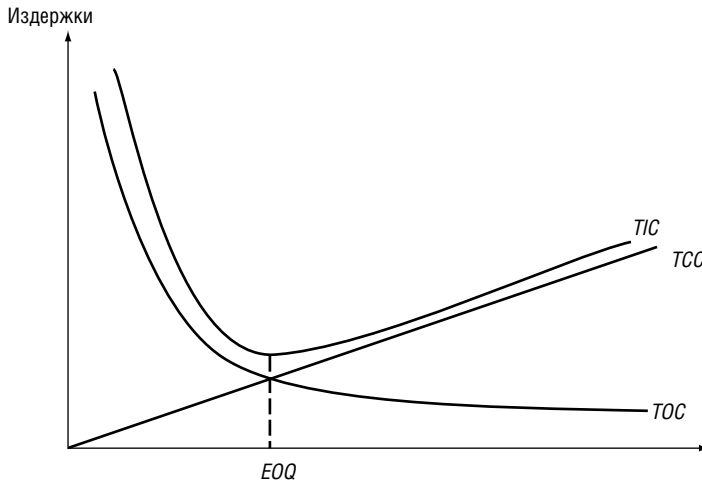


Рис. 17.1. Модель оптимальной партии заказа

Рисунок демонстрирует основные предпосылки модели *EOQ*: одна часть затрат увеличивается с ростом объема запасов, другая — снижается. Оптимальный размер заказа — тот, который минимизирует совокупные затраты. Близко от точки оптимума кривая затрат имеет пологий вид, это говорит о том, что небольшое колебание размера партии заказа принципиально не влияет на издержки.

Аналитически оптимальный размер заказа (точка *EOQ*) определяется путем дифференцирования уравнения по Q (величина заказа). Приравнивание производной к нулю позволяет найти минимум издержек:

$$\frac{dTIC}{dQ} = \frac{cp}{2} - \frac{FS}{Q^2} = 0.$$

Отсюда:

$$EOQ = \sqrt{2FS/cp}.$$

Это выражение и представляет собой формулу, выведенную Вильсоном.

Пример. Пусть организация ежегодно использует 3500 м³ древесины (в среднем 10 м³ в день). Цена закупки единицы запасов (1 м³) — 2000 руб. Постоянные затраты на организацию первого заказа — 15 000 руб. Затраты по хранению составляют 0,3 стоимости запасов.

Теперь мы имеем все данные для расчета оптимальной партии заказа:

$$EOQ = \sqrt{2 \times 15000 \times 3500 : 0,3 \times 2000} = 420 \text{ м}^3.$$

При среднем дневном расходе строительных материалов 10 м³ (3500 : 360) завезенной партии хватает приблизительно на полтора месяца (420 : 10). Средний размер запасов равен половине *EOQ*, т. е. 210 м³, или в стоимостном выражении: 210 × 2000 = 420 000 руб. Стоимость каждой закупки при неизменных ценах составит:

$$420 \times 2000 = 840\,000 \text{ тыс. руб.}$$

Интересно, что при увеличении объема расхода материалов оптимальный размер заказа растет не пропорционально изменению объема расхода, а в меньшей степени.

Пример. Пусть организация ежегодно будет закупать не 3500 м³ древесины, как в предыдущем примере, а 7000 м³, все остальные параметры закупки сохраняются. Тогда:

$$EOQ = \sqrt{2 \times 15000 \times 7000 : 0,3 \times 2000} = 590 \text{ м}^3.$$

Таким образом, при увеличении расхода запасов в 2 раза EOQ возрос как квадратный корень из двух, т. е. на 41%.

Главный вывод модели EOQ состоит в следующем: оптимальный размер заказа и средний размер запасов должны увеличиваться не пропорционально объему продаж, а на множитель, равный квадратному корню из темпов роста объема продаж. Отношение запасов к объему продаж должно снижаться по мере роста объема продаж. Таким образом проявляется эффект масштаба.

Аналогично было бы ошибочным снижать закупки пропорционально снижению расхода материалов. Это очень важный практический вывод, так как в бизнесе бытует представление о прямо пропорциональной зависимости между изменениями расхода сырья и материалов и необходимой величиной их закупки. В последнем случае это могло бы привести к нехватке запасов в какие-то периоды, нарушению ритмичности, углублению кризиса.

Модель EOQ дает важные практические ориентиры для расчета оптимальной партии заказа. В то же время данная модель верна лишь при определенных условиях: она не учитывает неопределенность, предполагает, что объем производства угадан точно, продажи равномерны, поставка запасов идет без задержек. Поэтому практическое применение модели EOQ возможно лишь с некоторыми допущениями. Она скорее помогает лишь наметить тенденцию управления величиной партии заказа. На практике при определении размера партии закупки приходится учитывать и многие другие неформальные факторы.

Суть другого метода — *метода поддержания оптимального уровня запасов* заключается в том, что через постоянные промежутки времени проводится проверка состояния запасов, и если после предыдущей проверки было израсходовано какое-то количество запасов, то делается заказ. Размер заказа равен разности между максимальным (нормативным) уровнем запасов, до которого происходит пополнение запасов, и фактическим уровнем в момент проверки (рис. 17.2).

На практике часто применяются модификации основной системы поддержания оптимального уровня запасов. В отличие от основной системы *система пополнения запасов с учетом порогового уровня* ориентирована на работу при значительных колебаниях потребления. Отличительной особенностью системы является то, что заказы делятся на две категории. Плановые заказы производятся через заданные интервалы времени, однако возможны дополнительные заказы, если наличие запасов на складе доходит до порогового уровня. Размер заказа

в этом случае рассчитывается так, чтобы восстановить страховой запас и увеличить запас до максимального уровня.

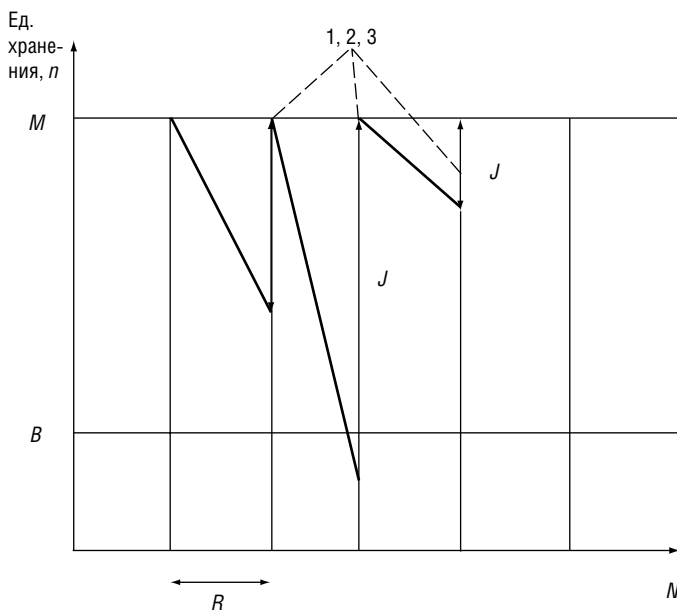


Рис. 17.2. Система с фиксированным интервалом времени между заказами:
 1, 2, 3 — размер заказа, единиц; N — суток; n — единиц хранения вида запасов;
 J — уровень запасов на анализируемый момент;
 M — максимальный уровень запасов; B — резервный запас единиц хранения

Система «минимум-максимум» (*Ss-система*) обычно ориентирована на ситуацию, когда затраты на учет запасов и издержки на оформление заказа настолько значительны, что становятся соизмеримы с потерями от дефицита запасов. Данная система работает лишь с двумя уровнями запасов — минимальным и максимальным, чему она и обязана своим названием. Заказ оформляется, только если наличный запас равен минимальному уровню или меньше его, а его размер рассчитывается так, чтобы поставка пополнила запасы до максимального уровня.

Изучение изложенных способов управления запасами и их применения на практике показывает, что в рамках двух основных подходов (оптимальной партии заказа и поддержания оптимального уровня запасов) существует множество разновидностей, отдельные системы

используют элементы обоих подходов. Для выбора наиболее подходящей системы управления запасами для конкретной компании и применения ее на практике очень важно четко понимать преимущества и недостатки указанных методов, различия между ними, последствия их использования. Различия двух основных систем управления запасами упорядочены в табл. 17.6.

Таблица 17.6

Регулирующие параметры систем управления запасами

№ п/п	Система регулирования запасов	Регулируемые параметры	Описание параметров
1	Система с фиксированным размером заказа	Момент заказа	Через равные промежутки времени
		Размер заказа	Определяется на основе минимизации совокупных затрат на хранение и выполнение заказа
2	Система с фиксированной периодичностью заказа	Максимальный уровень запаса	Оба параметра постоянные, варьируется лишь размер партии
		Момент заказа	

Первая система обычно применяется:

- для наиболее дорогостоящих видов сырья и материалов;
- при равномерном расходе сырья и материалов;
- при наличии ограничений поставщика на минимальный размер партии;
- при существовании ограничений, связанных с транспортировкой (например, грузоподъемностью);
- при существовании скидок на большие размеры партии.

Вторая система чаще применяется при следующих условиях:

- издержки хранения запасов невелики;
- поставка может происходить только в установленные сроки;
- необходимо быстро реагировать на изменение рыночной ситуации, не считаясь с величиной запасов.

В практике нашей страны процедура расчета потребности в оборотных средствах часто сводится к такому методу, как *нормирование*. При нормировании товарно-материальных запасов можно обозначить несколько основных этапов:

- оптимизация движения материалопотоков на всех стадиях производства;

- мониторинг уровней запасов;
- расчет и обоснование норм на основании экспертных данных и данных управленческого учета;
- согласование и утверждение нормативов;
- разработка механизма стимулирования персонала за соблюдение утвержденных нормативов;
- корректировка нормативов в случае изменения ситуации.

Следует отметить, что не все перечисленные мероприятия и виды работ должны быть закреплены за плановой службой. Так, оптимизация движения материалопотоков — задача общего менеджмента и логистики, мониторинг уровней запасов может быть закреплен за производственными подразделениями и т. д. Однако планово-экономическое подразделение остается идеологом данного вида работ, формирует основные принципы их проведения.

Нормативы запасов сырья и материалов должны разрабатываться на основании учета и анализа следующих факторов:

- сложившейся ситуации на рынке данного вида сырья (его доступность, условия продаж);
- предполагаемых объемов использования сырья и его колебаний;
- сезонной доступности сырья и его подверженности порче;
- характеристики складских площадей (возможностей обеспечения сохранности, соблюдения температурного режима и т. д.);
- особенностей производства (его цикличности, сезонности, основных технологических характеристик оборудования, производственных мощностей, длительности операционно-финансового цикла и т. д.);
- необходимого объема страховочных запасов (на случай срыва поставок, брака сырья, задержек на таможне и т. д.);
- соображений экономии при закупках (скидки на большой размер партии, использования грузоподъемности транспортных средств в полной мере и т. п.);
- расходов по хранению;
- стоимости и доступности финансовых ресурсов для вложения в запасы.

Следует понимать, что если рассмотренные факторы учтены не полностью, в прогнозах есть существенные неточности, то и разработанные нормативы будут некорректными, политика управления оборотным капиталом при таких нормативах не будет адекватной условиям деятельности организации.

Стандартная процедура определения потребности в оборотном капитале для вложения в запасы на основе нормирования состоит обыч-

но в следующем: рассчитывается норма запасов в днях и однодневная сумма затрат. Произведение этих двух показателей представляет собой потребность в оборотных средствах в денежном выражении. Норма запасов в днях должна принимать в расчет основные факторы, влияющие на величину запасов сырья.

При проведении конкретных расчетов потребности в оборотном капитале важно учитывать следующие аспекты:

- в условиях высокой инфляции цены на сырье, используемые при расчетах, могут быть причиной серьезных ошибок. Чтобы уменьшить вероятность ошибки, ведущей к тяжелым для фирмы последствиям, целесообразно рассчитывать несколько вариантов потребности в оборотном капитале в стоимостном выражении: в случае нормального развития, «пессимистический» и «оптимистический» варианты;
- при расчете потребности в оборотном капитале обычно на практике условно применяется: месяц — 30 дней, квартал — 90 дней, год — 360 дней;
- нормативы могут быть «плавающими»: изменяться в зависимости от сезона, других причин.

Рассмотрим наиболее типичный пример, демонстрирующий применение метода нормирования.

Пример. Сметой затрат на производство предусмотрено в течение месяца израсходовать материальных ценностей на 630 тыс. руб. Норма запаса материальных ценностей — 8 дней. Необходимо определить потребность в оборотных средствах.

Во-первых, определяется однодневный расход материальных ценностей:

$$630 : 30 = 21 \text{ тыс. руб.}$$

Во-вторых, рассчитывается потребность в оборотном капитале:

$$21 \times 8 = 168 \text{ тыс. руб.}$$

Данный пример является очень важным для понимания цели определения потребности в оборотном капитале. Некоторые начинающие предприниматели вообще не понимают поставленной задачи: они считают, что если известна смета затрат на месяц (в примере это 630 тыс. руб.), то это и есть потребность в денежных средствах для вложения в запасы. Однако, учитывая быстрый оборот материалов, потребность в денежных средствах по этому направлению деятельности предприятия удастся сократить почти в 4 раза! Если бы мы «забы-

ли» про обороты, у нас было бы значительное количество «спящих», неработающих денег. В то же время если мы неправильно посчитали норму запасов в днях, например занизили ее, то возможна нехватка оборотного капитала, временная приостановка работы предприятия, недополучение дохода. Поэтому важнейшим этапом работы по нормированию оборотных средств является разработка норм запаса в днях (иногда — в процентах).

Наиболее распространенные в российской практике так называемые «рутинные» методы предполагают, что норма оборотных средств по сырью, основным материалам и покупным полуфабрикатам включает следующие основные виды производственных запасов:

- транспортный запас: товары, заказанные и оплаченные, но еще не поступившие;
- подготовительный запас: время на приемку, разгрузку, сортировку, складирование (как правило, он определяется на основе хронометража);
- технологический запас: время подготовки сырья и материалов к производству — выдержка, сушка, созревание (например, время на высыхание древесины, созревание помидоров и т.п.);
- текущий складской запас (время нахождения на складе в виде текущего запаса);
- гарантийный страховой запас.

В самом общем случае считается, что норма запасов оборотных средств в днях рассчитывается как сумма перечисленных видов запасов. В конкретной ситуации необязательно наличие всех видов запасов. Например, транспортного запаса может не быть из-за других условий расчетов, технологический запас во многих производствах может также отсутствовать или перекрываться другими: текущим складским, транспортным, подготовительным. В то же время в случае необходимости в конкретной ситуации учитываются и другие виды запасов в соответствии с вышеуказанными факторами.

Потребность в оборотном капитале для *вспомогательных материалов* (машинное масло, кислоты, пуговицы, нитки и т.д.), запчастей, тары обычно не определяется точно. Как правило, они относятся к группе *C* по методу *ABC* и рассчитываются исходя из средних фактических остатков за прошлый период с учетом изменений текущего периода.

Рассмотрим, как может использоваться метод прямого счета при нормировании некоторых групп оборотных средств. Так, норма оборотных средств по таре определяется в зависимости от способа ее заготовки и назначения. Обычно выделяют: покупную тару;

тару собственного производства; возвратную тару; тару, включаемую и не включаемую в стоимость готовой продукции, и пр. В общем виде потребность в таре определяется умножением однодневного оборота (расхода) тары на норму запаса в днях. В то же время расчет потребности в денежных средствах для каждого вида тары имеет свои особенности. Потребность в оборотных средствах для обеспечения запасными частями обычно составляет незначительную долю от общей величины оборотного капитала. Метод прямого счета в полном объеме не используется, потребность определяется в основном упрощенно, на 1 руб. стоимости всего оборудования базисного периода.

Одним из методов снижения запасов в незавершенном производстве является метод, носящий название «*just in time*» и получивший первоначальное распространение в Японии. Метод предполагает сведение к нулю буферных производственных запасов за счет организации доставки пополнения малыми партиями «точно в срок». Это позволяет минимизировать издержки хранения, избежать создания больших складов. Метод «*just in time*» может использоваться не только в незавершенном производстве, но и в целом применяться к организации управления запасами.

Следует понимать, что привычный для российских предприятий высокий объем запасов в известном смысле маскирует ошибки и недостатки в организации производства и поставок, предполагает возможность несинхронизированных операций, наличия неиспользуемых производственных мощностей, ненадежную работу поставщиков и посредников. Метод «точно в срок» предполагает преодоление перечисленных недостатков, высокую рационализацию производства и поставок. Наиболее эффективное его применение в современных российских условиях возможно в первую очередь в холдингах, вертикально-интегрированных компаниях.

Особенностью метода «точно в срок» является то, что все производственные и снабженческие структурные единицы получают распоряжения непосредственно от смежного, находящегося ближе к концу звена цепи. К примеру, склад готовых изделий дал заявку на определенный объем готовой продукции в отдел производственно-технической комплектации (ОПТК). ОПТК отдает распоряжение об изготовлении деталей и комплектующих производственным цехам, которые в свою очередь могут заказывать полуфабрикаты у других производственных цехов. Таким образом, материалопоток от «источника» к «потребителю» предваряется потоком информации в обратном направлении, т.е. производству «точно в срок» предшествует информация «точно в срок». Одной из вариаций системы «*just-in-time*» является так называемая система «Канбан», использующая стандартную тару и (или)

стандартные размеры партии, каждую из которых сопровождает специальная карточка, которая носит название «Канбан». Это «тянущая» (термин логистики) система, при которой рабочие центры сигнализируют с помощью системы «Канбан» поставщикам о потребности в сырье, материалах, запчастях, деталях, полуфабрикатах и т.п.

К *расходам будущих периодов* обычно относятся такие расходы, которые не могут быть полностью отнесены на продукцию, выпускаемую в планируемом периоде, а будут постепенно списываться на продукцию в следующих периодах. Величина расходов будущих периодов будет определяться принятым на предприятии порядком их списания и природой их возникновения. К таким расходам обычно относятся некоторые природоохранные мероприятия, ремонт основных средств, арендная плата, подписка на периодические издания и т.п. Для расчета потребности в оборотном капитале по данной статье обычно используется следующая формула:

$$WC_{fp} = WC_{fpo} + WC_{fpon} - WC_{fpon1},$$

где WC_{fpo} — сумма средств, вложенная в эти статьи на начало планируемого периода за вычетом кредитов банка;

WC_{fpon} — расходы планируемого периода, относимые на эту статью;

WC_{fpon1} — расходы, включаемые в себестоимость продукции планируемого года.

Пример. Определим потребность предприятия в оборотном капитале на расходы будущих периодов, если известны следующие данные (табл. 17.7).

Таблица 17.7

Исходные данные для расчета потребности в оборотном капитале по статье «расходы будущих периодов»

Параметры	Виды расходов, тыс. руб.		
	Экологические мероприятия	Арендная плата	Выписка периодики
Остатки расходов будущих периодов на начало периода, WC_{fpo}	5 000	3 000	50
Плановые расходы, относимые к расходам будущих периодов, WC_{fpon}	7 000	6 000	40
Подлежит списанию на себестоимость в плановом периоде, WC_{fpon1}	2 000	1 000	60

Определим общую сумму расходов будущих периодов:

$$5000 + 7000 + 3000 + 6000 + 50 + 40 = 21\,090 \text{ тыс. руб.}$$

Определим потребность в оборотных средствах по расходам будущих периодов:

$$21\,090 - 2000 - 1000 - 60 = 18\,030 \text{ тыс. руб.}$$

При определении потребности в *оборотном капитале для готовой продукции* необходимо учитывать, что ее запасы планируются исходя из следующих факторов:

- анализа рынка по каждому виду продукции: сложившихся объемов реализации, доли рынка предприятия, возможностей ее увеличения, конкурентной позиции, времени выполнения заказа и т. д.;
- производственных возможностей;
- распределения спроса и предложения в течение года;
- кредитной политики организации;
- времени формирования партии для отгрузки и т. д.

С одной стороны, управление запасами готовой продукции тесно связано с управлением производством. Так, в системе *«just-in-time»* звеном, с которого начинается планирование производства, является именно тщательно разработанный план сбыта. Управление запасами готовой продукции также тесно связано с управлением дебиторской задолженностью, техника которого будет раскрыта в главе 18.

Чем жестче конкурентная среда рынка, на котором работает предприятие, тем более тщательно необходимо относиться к управлению запасами готовой продукции. Недостаток запасов не позволяет обеспечить бесперебойный процесс отгрузки готовой продукции, что уменьшает объем ее реализации, снижает размер получаемого дохода и ведет к сужению клиентской базы. В современных экономических условиях величина запасов готовой продукции должна быть не минимально необходимой, как пишут в некоторых учебниках, а обеспечивать потенциальный спрос. В противном случае покупатель обратится к другому поставщику. Чем жестче конкурентная среда рынка, на котором работает предприятие, тем более тщательно необходимо относиться к управлению запасами готовой продукции.

Потребность в оборотных средствах по готовой продукции (WC_{FG}) обычно определяется умножением однодневного объема продаж на норму запаса в днях. Вышеприведенные требования к достаточности запаса могут быть учтены как через однодневный объем продаж, так и через норму запасов в днях:

$$WC_{FG} = \frac{S \times d}{D},$$

где S — объем продаж в плановом периоде;
 d — количество дней хранения на складе;
 D — количество дней в плановом периоде.

Пример. В I квартале предполагается реализовать готовую продукцию на сумму 180 млн руб. Норма складского запаса — 6 дней. Определим потребность в оборотном капитале по готовой продукции.

С помощью формулы, приведенной выше, сделаем расчет:

$$WC_{FG} = 180 : 90 \times 6 = 12 \text{ млн руб.}$$

Рассмотренные подходы к нормированию оборотного капитала можно условно назвать *методами прямого счета*. Хотя описанные процедуры достаточно трудоемки, требуют значительного количества исходных данных и их тщательной обработки, они дают возможность достаточно точно определить потребности в оборотном капитале, особенно при многовариантных расчетах («оптимистическая» оценка рыночной ситуации, наиболее вероятная, «пессимистическая»). В то же время при оценке потребности в оборотных средствах для уже действующих проектов часто используется не метод прямого счета, а так называемая приблизительная оценка. Она основана на увеличении или уменьшении потребности в оборотном капитале в соответствии:

- с увеличением или сокращением объемов производства по сравнению с прошлым периодом;
- изменением условий производства и реализации.

Рассмотрим частный случай, при котором учитываются только изменения в объемах производства и реализации. Метод предполагает выделение составляющих оборотного капитала, зависящих и не зависящих от темпов роста объемов производства, продаж и затрат. К первой группе обычно относят сырье, основные и вспомогательные материалы, тару, топливо, незавершенное производство, готовые изделия, ко второй группе — запчасти, расходы будущих периодов, денежные средства и т.п. По второй группе рост потребности в оборотном капитале часто предлагают учитывать в половинном размере [29].

Пример. Определим потребность в оборотном капитале на плановый период, если потребность в оборотных активах, тесно связанных с ростом объема продаж, составляла 30 млн руб., по остальным статьям, не связанным тесно с объемом продаж, — 10 млн руб. Объем продаж в базисном периоде составлял 472 млн руб., в плановом периоде должен составить 520 млн руб.

Определим темпы роста объема продаж:

$$520 : 472 = 110\%.$$

Теперь рассчитаем потребность в оборотном капитале по первой группе:

$$30 \times 1,1 = 33 \text{ млн руб.}$$

Затем вычислим коэффициент, по которому учитывается рост оборотного капитала при определении потребности во второй группе оборотных активов:

$$10\% : 2 = 5\%.$$

Определим потребность в оборотном капитале по второй группе:

$$10 \times 1,05 = 10,5 \text{ млн руб.}$$

Таким образом, общая потребность в оборотном капитале на плановый год составит:

$$33 + 10,5 = 43,5 \text{ млн руб.}$$

Прирост потребности по сравнению с прошлым годом составит 3,5 млн руб.

Рассмотренный метод определения потребности в оборотном капитале является очень грубым, «рутинным» по сравнению, например, с изящной моделью *EOQ*, более тонко учитывающей, какие затраты зависят от объемов продаж, а какие — нет. Однако в его основе лежит достаточно быстрый и нетрудоемкий инструментарий ориентировочной оценки потребности в оборотном капитале. Он не обеспечивает точности метода прямого счета, может повторять ошибки, заложенные в расчетах предыдущих лет, не учитывает многих факторов. В целом применение этого подхода возможно только для проектов, действующих достаточно долгое время и доказавших свою высокую эффективность.

Потребность в денежных средствах на отдельные виды оборотных активов при изменении условий производства и реализации можно определить, например, методом, изложенным в книгах О. Ефимовой [21, с. 232]. Рассмотрим этот метод на примере определения потребности в оборотных средствах по сырью и материалам.

Для определения необходимого объема закупок сырья и материалов используем соотношение:

$$WC_{RM0} + WC_{RMp} = WC_{Up} + WC_{RM1},$$

где WC_{RM0} — остатки запасов на начало периода;

WC_{RMp} — закупки в плановом периоде;

WC_{Up} — потребление в периоде;

WC_{RM1} — остатки запасов на конец периода.

Данное уравнение можно преобразовать:

$$WC_{RMp} = WC_{Up} + WC_{RM1} - WC_{RM0}.$$

Величина планируемых к использованию сырья и материалов обычно определяется на основе бюджета, информацию о запасах на начало периода можно взять из бухгалтерского баланса (на конец предыдущего периода). Для определения величины запасов на конец планового периода воспользуемся формулой:

$$d = \frac{WC_{RM} \times D}{C_M},$$

где d — период хранения запасов;

WC_{RM} — средние остатки производственных запасов;

D — длительность планового периода (месяц, квартал);

C_M — материальные затраты в себестоимости.

Отсюда выводим:

$$WC_{RM} = \frac{d \times C_M}{D},$$

$$\text{но так как } WC_{RM} = \frac{WC_{RM0} + WC_{RM1}}{2},$$

$$\text{то } \frac{WC_{RM0} + WC_{RM1}}{2} = \frac{d \times C_M}{D},$$

$$WC_{RM1} = \frac{2d \times C_M}{D} - WC_{RM0}.$$

Подставляя полученный результат в последнюю формулу, получаем необходимую величину закупок. Эта формула позволяет акцентировать внимание на влиянии срока хранения запасов на потребность в оборотных средствах: если мы можем снизить срок хранения запасов (d), то потребность в оборотных средствах будет меньше, и наоборот, с увеличением срока хранения потребность в оборотных средствах возрастает.

По аналогии с предыдущими расчетами формула для определения потребности в оборотном капитале по готовой продукции имеет вид:

$$WC_{FG1} = \frac{2d \times S}{D} - WC_{FG0},$$

где WC_{FG1} , WC_{FG0} — остатки готовой продукции на конец и начало периода соответственно.

Если мы знаем, как можно сократить сроки хранения готовой продукции, то сможем скорректировать потребность в оборотных средствах.

Аналогично по незавершенному производству формула имеет вид:

$$WC_{GP1} = \frac{2d \times C_m}{D} - WC_{GP0}.$$

где WC_{GP1} , WC_{GP0} — остатки незавершенного производства на конец и начало периода соответственно;
 C — себестоимость продукции.

Контрольные вопросы

1. Какова цель управления оборотным капиталом? Что понимается под чистым оборотным капиталом?
2. Каким образом рассчитывается длительность финансового цикла? Как этот расчет помогает управлять денежными средствами?
3. Какие проблемы возникают из-за избытка или недостатка запасов? Как обосновать оптимальный размер запасов для компании?
4. Какие факторы следует учитывать при оценке объема закупок сырья и материалов?

Управление дебиторской задолженностью

18.1. Методы расчета дебиторской задолженности

Дебиторская задолженность как в России, так и в странах с развитой рыночной экономикой часто составляет значительную часть активов. Так, по некоторым отраслям в российских компаниях она достигает почти 64% (оптовая и розничная торговля) всех текущих активов [32, с. 687]. Поэтому от оптимального управления этими активами во многом зависит эффективность работы компании.

Иногда дебиторскую задолженность называют автоматическим или спонтанным финансированием клиентов, однако, на наш взгляд, это не совсем так. К вопросу о величине возможной дебиторской задолженности следует подходить крайне внимательно и осторожно. Предоставление товара в кредит увеличивает объемы продаж, поэтому это практикуют почти все компании для завоевания рынка или хотя бы сохранения своих рыночных позиций. Однако в российской практике, где пока не сложилась полностью бизнес-культура, велика доля просроченных или безнадежных долгов, предоставление кредита клиентам может быть очень невыгодным и рискованным мероприятием.

В то же время ужесточение компанией своей кредитной политики может привести к снижению продаж, но ускорит период погашения дебиторской задолженности, сократит цикл обращения денежных средств. Поэтому финансовый менеджер должен четко просчитать затраты и выгоды от предоставления отсрочки платежа. Он должен учесть затраты на сбор дебиторской задолженности (контроль, напоминания, может быть, факторинг); затраты на капитал, так как при предоставлении отсрочки платежа компании-кредитору обычно самой требуется кредит; дополнительные затраты при неплатежах в срок; затраты в случае банкротства должника, когда дополнительно теряется стоимость отгруженного товара, и проч. Эти затраты финансовый директор должен сопоставить с выгодами от увеличения продаж в случае предоставления отсрочки. Приведем пример таких расчетов.

Пример. Пусть цена единицы товара — 10 у.е., затраты составляют 7 у.е., т.е. доходность продаж — 30%. Выручка от реализации — 24 млн у.е., все продажи осуществляются в кредит, дебиторская задолженность возвращается через месяц. Если расширить продажи до 30 млн у.е., длительность оплаты дебиторской задолженности составит 45 дней, т.е. она будет оборачиваться 8 раз в год. Требуемая доходность вложений в дебиторскую задолженность 10%. Будет ли выгодно расширение продаж?

Средняя величина дебиторской задолженности в месяц:

$$24 : 12 = 2 \text{ млн у.е.}$$

При расширении продаж она составит:

$$30 : 8 = 3,75 \text{ млн у.е.,}$$

т.е. дебиторская задолженность возрастает на величину:

$$3,75 - 2 = 1,75 \text{ млн у.е.}$$

Требуемый годовой доход от дополнительных вложений:

$$1,75 \times 8 \times 0,1 = 1,4 \text{ млн у.е.}^1$$

Но дополнительно за счет увеличения выручки будет получено:

$$6 \text{ млн} \times 0,3 = 1,8 \text{ млн у.е.}$$

Таким образом, расширение продаж и расширение кредита клиентам выгодно компании.

В переходной российской экономике отдельные компании, сохраняя черты монополии, продолжают диктовать условия продаж, позволяют себе работать без предоставления своим клиентам какого-либо значимого кредита. Однако такое положение не может продолжаться длительное время. Как приспособиться к реальным рыночным условиям, как решить, что выгоднее для компании, какую политику управления дебиторской задолженностью выбрать?

Для того чтобы ответить на эти вопросы, финансовый менеджер должен четко представлять себе, что включает в себя политика управления дебиторской задолженностью или кредитная политика фирмы. В наиболее полном виде она представляет собой комплекс решений руководства компании по следующим вопросам:

¹ Данные расчеты являются приблизительными, в строгом смысле они не вполне корректны, однако во многих случаях дают возможность обосновать то или иное решение.

- объем продаж в кредит;
- сроки кредита;
- скидки, предоставляемые за быстрый платеж и (или) большую партию товара;
- политика взыскания долгов;
- стандарты фирмы для оценки кредитной надежности клиентов.

Данные вопросы невозможно решить обособленно, все они тесно взаимосвязаны, влияют на скорость оборота денежных средств и посредством этого — на эффективность и доходы компании. Однако в методических целях рассмотрим подходы к принятию решений по данным вопросам последовательно.

Объемы продаж в кредит и средние сроки кредита, цены на продаваемую в кредит продукцию зависят от следующих факторов:

- сложившихся в отрасли и регионе условий кредитования покупателей;
- степени агрессивности компании в завоевании рынка;
- склонности компании к риску;
- налаженности практики применения санкций за просрочку оплаты и прочие нарушения;
- срока годности (на скоропортящийся товар срок кредита короче, так как оборачиваемость такого товара быстрее);
- потребительского спроса («раскрученные» товары оборачиваются обычно быстрее);
- издержек, уровня стандартности (дешевые, стандартные товары имеют более короткий срок оборачиваемости);
- кредитного риска (чем он выше, тем более коротки сроки кредитов);
- объема закупок (чем он выше, тем срок кредита может быть больше);
- уровня конкуренции (посредством удлинения срока кредита привлекаются новые клиенты);
- размера банковских процентных ставок (при условии «дорогих» денег поставщик может увеличивать цены на товары, принимая во внимание высокие издержки, связанные с наличием дебиторской задолженности).

Если операции компании стабильны, дебиторская задолженность (WC_{AR}) равна:

$$WC_{AR} = S_d \times d,$$

где S_d — объем продаж в кредит в день;
 d — продолжительность периода инкассации дебиторской задолженности.

Таким образом, на величину дебиторской задолженности влияет как длительность возврата долгов, так и объем продаж в кредит в день.

В российской практике целесообразно использовать уточненную формулу [9, с. 285]:

$$WC_{AR} = S_d \times c (d_1 + d_{11}),$$

где S_d — плановый ежедневный объем реализации продукции в кредит;
 c — планируемый удельный вес себестоимости продукции в ее цене;
 d_1 — средний период предоставления кредита;
 d_{11} — средний период просрочки платежей по предоставленному кредиту.

Пример. Пусть плановый ежедневный объем реализации продукции в кредит составляет 500 тыс. руб., себестоимость — 75%, кредит предоставляется на 30 дней, но следует учитывать возможность просрочки на 15 дней. Тогда:

$$WC_{AR} = 500\,000 \times 0,75 \times (30 + 15) = 16\,875 \text{ тыс. руб.}$$

Если такую сумму вкладывать в дебиторскую задолженность не представляется возможным, то должны быть скорректированы исходные условия — снижение объемов продаж в кредит или ужесточение инкассации дебиторской задолженности.

18.2. Установление размера скидок для стимулирования быстрой оплаты

Наиболее гибким инструментом влияния на скорость возврата денежных средств в оборот предприятия является предоставление скидок за быструю оплату продукции. Условия предоставления скидки должны быть такими, чтобы стимулировать быструю оплату (например, в течение 10 дней), так как по окончании этого срока и отмены скидки (например, в течение еще 20 дней) можно считать, что фирма-дебитор получает дорогостоящий коммерческий кредит.

Пример. Пусть стоимость необходимой партии товара 20 млн дол. Фирма продает на условиях «2/10, до 30», что означает: если оплата производится в течение 10 дней после выставления счета, то предоставляется скидка 2%, если покупатель скидкой не пользуется, то он должен оплатить товар в течение 30 дней.

Если покупатель воспользуется скидкой, то стоимость товара составит:

$$20\,000\,000 \times (1 - 0,02) = 19\,600\,000 \text{ дол.}$$

При этом средняя сумма покупки в день:

$$19\,600\,000 : 360 = 54\,444,44 \text{ дол.}$$

Если покупка оплачивается в 10-дневный срок, то сумма дебиторской задолженности составит в среднем:

$$54\,444,44 \times 10 = 544\,444,4 \text{ дол.,}$$

т.е. фирма предоставляет такой кредит своим клиентам.

Если клиенты не воспользовались скидкой и произвели оплату через 30 дней, то дебиторская задолженность в день составит: $20\,000\,000 / 360 = 55\,555,5$ дол., а за 30 дней: $55\,555,5 \times 30 = 1\,666\,666,6$ дол.

Дополнительная, «излишняя» дебиторская задолженность составит:

$$1\,666\,666,6 - 544\,444,4 = 1\,122\,122,2 \text{ дол.}$$

Если фирма-клиент не воспользовалась скидкой, то фирма-кредитор получит дополнительно:

$$20\,000\,000 \times 0,02 = 400\,000 \text{ дол.}$$

Ставка, по которой предлагается коммерческий кредит в случае оплаты с 10-го по 30-й день (приблизительные процентные затраты клиента), составит:

$$400\,000 : 1\,122\,122 = 36\%.$$

Для расчета выгодности предоставления скидки (C_b) обычно используется формула:

$$C_b = \frac{\% \text{ скидки}}{100 - \% \text{ скидки}} \times \frac{360}{\text{Дни неоплаченного кредита} - \text{Период скидки}} \times 100.$$

Эта формула позволяет рассчитать приблизительные годовые процентные издержки при использовании коммерческого кредита, сравнить их с банковскими процентными ставками. Первая дробь позволяет рассчитать процентную ставку за период, вторая — количество периодов.

Пример. Предоставление скидки 2% на названных условиях означает, что 20-дневный кредит оборачивается 18 раз в году, каждому периоду оборота соответствует ставка 2,041% и стоимость кредита с 10-го по 30-й день равна:

$$(2 : 98 \times 360 : (30 - 10)) \times 100 = 36\% \text{ годовых.}$$

Поэтому если фирма-дебитор может взять в банке кредит дешевле (например, в 2009 г. наиболее распространенной была банковская ставка для краткосрочных кредитов 18—20% годовых) и рассчитывать с кредитором в течение 10 дней, то это будет выгоднее, чем пользоваться деньгами кредитора в течение еще 20 дней. Можно считать, что дебиторская задолженность подразделяется на бесплатный коммерческий кредит (в течение действия скидок) и дорогостоящий коммерческий кредит (в течение 20 дней). При этом следует понимать, что 36% при условиях «2/10, до 30» — это простые проценты (*annual percentage rate, APR*). Если проводить расчеты по сложным процентам, то цена кредита возрастает до 44,5%.

В развитых странах скидки за быструю оплату являются очень распространенным инструментом ускорения возврата дебиторской задолженности. Отдельные российские фирмы пытаются пользоваться этим инструментом, однако часто делают это интуитивно, без серьезных расчетов, и совершают ошибки. Например, предоставление скидки в 10% в современных условиях неоправданно, о чем свидетельствуют расчеты табл. 18.1, хотя предоставление такой скидки на практике встречается довольно часто.

Таким образом, при сложившихся кредитных условиях и условиях оплаты дебиторской задолженности предоставление скидки 10% разорительно для предприятия. Скидка 5% является чрезмерно сильным стимулом: если привести ее в соизмеримый с годовой скидкой вид, то получается, что кредитор предоставляет коммерческий кредит под 94% годовых, при этом теряет больше денежных средств, чем если бы он просто месяц ждал возврата средств. Но и оплата по полной стоимости через месяц также невыгодна предприятию, оно теряет 30 руб. с каждой тысячи рублей. При рассматриваемых условиях предоставление скидки в 2% вполне стимулирует быструю оплату и является наиболее приемлемым для предприятия вариантом. Если клиенты не соглашаются на скидку, для компании — торгового кредитора в данных условиях может быть выгодно взятие кредита и продолжение активных операций.

Расчеты, обосновывающие целесообразность предоставления скидки, можно провести и по-другому — оценивая приведенную стоимость денежных поступлений за определенный период при разной кредитной политике.

Рассмотрим примеры двух вариантов кредитной политики.

Таблица 18.1

Обоснование размера скидки за быструю оплату товара

Показатель	Размер скидки			Без скидки, отсрочка 30 дней*
	10% за оплату «день в день»	5% за оплату «день в день»	2% за оплату «день в день»	
Инфляция — 1% в месяц				1,01
Коэффициент падения покупательной способности денег				1 : 1,01 = 0, 990
Недополучение средств в результате скидки, руб.	$1\ 000 \times 0,1 = 100$	$1\ 000 \times 0,05 = 50$	$1\ 000 \times 0,02 = 20$	
Доход от альтернативных вложений — 2% в месяц	$900 \times 0,02 \times 0,990 = 17,82$	$950 \times 0,02 \times 0,990 = 18,81$	$980 \times 0,02 \times 0,990 = 19,40$	
Потери от скидки, но с учетом ускорения поступлений	$100 - 17,82 = 82,18$	$50 - 18,81 = 31,19$	$20 - 19,4 = 0,6$	
Потери от отсутствия возможности альтернативных вложений				$1\ 000 \times 0,02 = 20$
Потери от инфляции				$1\ 000 - 990 = 10$
Потери от использования банковского кредита (1,5% в месяц)				$1\ 000 \times 0,015 = 15$

* Компания-кредитор: не привлекает заемные средства; привлекает кредит на месяц.

Пример. Заданные условия: без предоставления скидки за быструю оплату, ежеквартальная поставка товара с месячной отсрочкой платежа, норма дисконта — 2% в месяц. Произведем расчет приведенной стоимости (PV):

$$PV = \frac{1000}{1 + 0,02} + \frac{1000}{(1 + 0,02)^4} + \frac{1000}{(1 + 0,02)^7} + \frac{1000}{(1 + 0,02)^{10}} = 3594,9.$$

Пример. Рассчитаем приведенную стоимость при условии скидки 2% за предоплату при сохранении условий предыдущего примера:

$$PV = 980 + \frac{980}{(1 + 0,02)^3} + \frac{980}{(1 + 0,02)^6} + \frac{980}{(1 + 0,02)^9} = 3623,6.$$

Расчеты показывают, что при предоставлении скидки в 2% за быструю оплату партии товара при ежеквартальных закупках приведенная стоимость денежных поступлений за год будет выше, чем без предоставления скидки за счет ускорения поступления денежных средств.

В отличие от скидок за быструю оплату, которые почти не используются российскими предприятиями, достаточно широкое применение имеют скидки на величину партии товара, однако практика показывает, что из-за непродуманной политики предоставления таких скидок часто наблюдается серьезное недополучение доходов и достигается обратный эффект. Рассмотрим достаточно распространенный на практике третий вариант кредитной политики.

Пример. Предоставление скидки 5% за размер партии больше стандартной на 10% (1100 у.е.) без предоставления скидки за быструю оплату. Стоимость партии в этом случае составит $1100 \times 0,950 = 1045$ у.е.:

$$PV = \frac{1045}{1 + 0,02} + \frac{1045}{(1 + 0,02)^4} + \frac{1045}{(1 + 0,02)^7} + \frac{1045}{(1 + 0,02)^{10}} = 3756,9.$$

В данном случае (пример) предоставление скидки привело к увеличению продаж на 162 тыс. у.е. по сравнению с предыдущим примером. Обычно такой результат оценивается как положительный, однако выводы о целесообразности предоставления скидки при увеличении партии более корректно было бы делать с учетом динамики затрат, т.е. применение скидок за размеры партии должно быть по возможности точно привязано к потенциальному росту продаж и сокращению затрат. В противном случае их использование даст обратный эффект, ухудшит финансовое состояние компании.

Определение стоимости дополнительных затрат ($C_{\text{доп}}$) при неплатежах в срок можно рассчитывать и по следующей формуле:

$$C_{\text{доп}} = C \times (Q + Q_{\text{disc}}) \times d,$$

где C — себестоимость;
 Q — количество товаров, которые можно продать без дисконта за быструю оплату;
 Q_{disc} — количество проданных товаров благодаря дисконту;
 d — доля неоплаченных покупок.

Разновидность скидок — сезонная датировка. Например, производитель елочных игрушек продает их на условиях «2/10, до 30» с датировкой 10 декабря. Это значит, что когда бы ни были поставлены игрушки, оплата со скидкой идет с 10 по 20 декабря, без скидок — до 10 января. Такие условия могут быть очень выгодны торгующей организации, так как позволяют делать сезонные запасы, а расплачиваться за них частично из выручки. Другой распространенной разновидностью условий продажи является принцип «на конец месяца» (*end of month, EOM*), т.е. все покупки клиента в течение месяца считаются произведенными в конце месяца (как бы подводится баланс). В случае предоставления 10-дневной скидки это означает, что оплата со скидкой должна быть произведена до 10-го числа месяца, следующего за месяцем закупок. В американской практике данные условия имеют в договорах вид: «2/10, EOM».

Следует отметить, что законодательство ряда развитых стран ориентирует на разработку условий оплаты товара для определенных групп клиентов. Так, например, в США запрещается предоставлять особо льготные условия одному из клиентов. Этот закон известен как закон Робинсона — Пэтмэна.

18.3. Организация взыскания долгов

Важным вопросом при управлении дебиторской задолженностью является организация взыскания долгов. Рассмотрим сначала политику взыскания долгов при задержке платежей. Растягивание оплаты сверх оговоренных сроков крайне невыгодно для кредиторов: денежные средства не поступают в оборот, могут начаться сбои в производстве из-за нехватки оборотного капитала, выгоды от предоставления коммерческого кредита снижаются. Например, продление сроков оплаты с 30 до 60 дней при скидке 2% делает стоимость предоставленного кредита равной всего 14,7% ($2 : 98 \times 360 : (60 - 10) = 14,7\%$).

Это ниже годовых банковских процентных ставок и делает торговый кредит очень выгодным для покупателя и невыгодным для компании-кредитора. Поэтому применение механизма скидок за быструю оплату целесообразно только при строгом соблюдении платежной дисциплины по срокам и суммам.

Для контроля состояния дебиторской задолженности обычно ведется мониторинг соблюдения сроков поступления денежных средств, осуществляется контроль за средним сроком погашения задолженности. Для этих целей возможно использование различных программных продуктов и построение различных таблиц. Приведем некоторые примеры таких таблиц (табл. 18.2 и 18.3).

Таблица 18.2

Исходные данные о состоянии расчетов с покупателями

Покупатель	Дата образования задолженности	Задолженность на начало периода, тыс. руб.	Оплачено		Задолженность на конец периода, тыс. руб.
			дата	сумма	
А					
Б					
...					

Таблица 18.3

Оценка реального состояния дебиторской задолженности

Классификация по срокам	Сумма, тыс. руб.	Удельный вес в общей сумме	Доля безнадежных долгов	Сумма безнадежных долгов
1	2	3	4	5
0—30 дней				
30—60 дней				
.....				

18.4. Факторинг как часть управления дебиторской задолженностью

Важнейшей составляющей политики взыскания долгов и в целом управления дебиторской задолженностью во всем мире является использование факторинга. **Факторинг** (от англ. *factor* — агент, посредник) — это комиссионно-посредническая услуга, оказываемая банком или специализированной организацией (факторинговой фирмой)

клиенту — юридическому лицу. Данная услуга возникает в связи с кредитованием оборотного капитала поставщика и связана с переуступкой неоплаченных долговых требований (счетов-фактур и векселей), которые возникают между контрагентами в процессе реализации товаров и услуг факторинговой фирме или банку.

Факторинг включает в себя следующие виды операций и услуг: кредитование сбыта, принятие риска неплатежа, бухгалтерский учет дебиторов, контроль и инкассацию задолженности, ведение статистики продаж. Участниками факторинговой сделки являются:

- банк-фактор (факторинговая компания) — покупатель неоплаченного должником требования;
- первоначальный кредитор — клиент банка (компания-поставщик), продавший товар своему контрагенту в кредит или с рассрочкой платежа;
- дебитор — компания (должник), получившая от продавца отсрочку платежа.

Классификацию видов факторинга можно произвести на основе нескольких критериев.

По месту проведения сделки выделяют:

внутренний факторинг — когда стороны по договору купли-продажи находятся в пределах одной страны. В операциях внутреннего факторинга обычно участвуют три стороны: поставщик, покупатель и фактор (банк или факторинговая компания);

международный факторинг — поставщик, его клиент и банк, осуществляющий факторинговые операции, находятся в разных странах.

По информированности дебиторов о факторинговом обслуживании различают:

открытый факторинг — покупатель уведомлен о том, что в сделке участвует фактор, и осуществляет платежи на его счет, выполняя тем самым свои обязательства по договору поставки;

закрытый факторинг — покупателя не ставят в известность о наличии договора факторингового обслуживания, и он продолжает осуществлять платежи поставщику, который в свою очередь направляет их в пользу фактора.

По наличию у банка-фактора права обратного требования к клиенту выделяют:

факторинг с правом регресса — фактор приобретает у клиента право на все суммы, причитающиеся от должника, однако в случае невозможности взыскания с должника сумм в полном объеме клиент, переуступивший такой «недоброкачественный» долг, обязан возместить фактору недостающие денежные средства. Если же с должника полу-

чен излишек по сравнению с причитающейся фактору суммой, то излишек возвращается клиенту;

факторинг без права регресса — фактор приобретает у клиента право на все суммы, причитающиеся от должника. В данном случае фактор полностью принимает на себя риск неплатежа и при невозможности взыскания с должника сумм в полном объеме потерпит убытки (в мировой практике факторинговые операции с регрессом и без регресса соотносятся как «40 на 60»). В российской практике факторинг в основном предоставляется с правом регресса.

По объему предоставляемых услуг различают:

традиционный факторинг — поставщики пользуются только основными услугами по факторингу, что предполагает сбор, страхование и финансирование дебиторской задолженности;

универсальный факторинг — предоставляется постоянным клиентам и предполагает полную защиту их интересов.

Полное обслуживание включает в себя: полную защиту от появления сомнительных долгов и обеспечение гарантированного притока денежных средств, управление кредитом, учет реализации, кредитование в форме предварительной оплаты.

По периодичности обслуживания выделяют:

регулярный факторинг — поставщик всегда переуступает банку долги всех своих клиентов;

разовый факторинг — поставщик обращается к факторингу только в случае необходимости немедленного получения средств, это разовая операция, клиент не обязан всегда переуступать долги всех своих клиентов.

В управлении финансами компании факторинг может выполнять различные функции.

Предоставление финансовых средств поставщику продукции сразу после ее отгрузки или в определенный договором факторинга день. Это основная функция факторинга. Таким образом, финансирование в рамках факторинга избавляет поставщика от проблемы дефицита оборотных средств, и это происходит без роста его кредиторской задолженности.

Административное управление дебиторской задолженностью. Эта функция проявляется в том, что факторинг позволяет клиенту избавиться от рутинной работы, связанной с отслеживанием состояния дебиторской задолженности, напоминанием дебиторам о задержках платежей. Также в случае факторинга фактор берет на себя заботу о взыскании долгов с дебиторов, что особенно актуально для небольших компаний, не располагающих собственными ресурсами

для инкассации. Это позволяет им экономить трудовые и финансовые ресурсы.

Оценка платежеспособности покупателей поставщика. В странах, где кредитные бюро и рейтинговые агентства развиты, эта функция факторинговых компаний является не самой востребованной. В странах же с трансформируемой экономикой факторинговые компании могут аккумулировать информацию о платежной дисциплине компаний.

Страхование рисков, связанных с поставкой товаров с отсрочкой платежа, в том числе риска неполучения платежа от покупателя в срок, из-за чего у продавца могут возникать проблемы с недостатком денежных средств для расплаты с его собственными поставщиками.

Стимулирование ускорения оборачиваемости оборотных средств поставщика, в первую очередь дебиторской задолженности.

Факторинг осуществляется следующим образом:

- клиент осуществляет поставку товара дебитору, оформляя товарный кредит или рассрочку платежа соответствующими документами;
- клиент переуступает фактору право требования дебиторской задолженности, продавая долговые обязательства покупателя;
- фактор авансом выплачивает клиенту часть образовавшейся дебиторской задолженности (например, 80% от суммы счета);
- фактор предъявляет дебитору долговые требования к оплате при наступлении указанного срока платежа;
- дебитор переводит фактору деньги за поставку товара;
- фактор выплачивает клиенту остаток дебиторской задолженности за исключением процентов и комиссии за дополнительные услуги.

18.5. Роль векселей в системе управления дебиторской задолженностью

Важную роль в системе управления оборотным капиталом могут играть векселя, так как дебиторская задолженность (коммерческий кредит) может быть оформлена этим видом ценных бумаг. Вексель повышает ответственность дебитора, фиксирует его обязательство оплатить товар в указанный срок. Дополнительное преимущество векселя — это его обращаемость, его можно использовать как платежное средство. При этом компания-продавец, являясь векселедержателем, имеет возможность расплатиться по своим долгам векселем с помо-

шью индоссамента (передаточной записи), а также вексель можно использовать в качестве залога при получении кредита или досрочно учесть его в банке. Последняя операция рассматривается в банковской практике как один из методов кредитования клиентов.

Кредит, предоставляемый банком путем покупки векселя у векселедержателя (компании-заемщика) с дисконтом до срока его погашения, принято называть учетом векселя. Величина дисконта зависит от суммы (валюты) векселя, количества дней, оставшихся до срока погашения векселя, и учетной ставки. Она определяется по формуле:

$$\text{Дисконт по векселю} = \frac{B \times t \times i}{360},$$

где B — валюта векселя (номинал);
 t — количество дней до срока погашения векселя;
 i — учетная (процентная) ставка/100%.

Сумма кредита, которую получит заемщик при учете векселя, будет составлять:

$$K_0 = \text{Валюта векселя} - \text{Величина дисконта.}$$

При учете векселя собственность на вексель переходит к банку, а заемщик полученную сумму банку не возвращает. Поскольку банк купил вексель до срока погашения, эта операция фактически означает предоставление кредита заемщику на срок, оставшийся до погашения векселя. Банк принимает к учету только коммерческие векселя (за которыми стоит конкретная коммерческая сделка) высококачественных первоклассных заемщиков.

Пример. Какая сумма будет получена по векселю компании «Восток» номиналом 300 тыс. руб., эмитированному 1 января, сроком погашения 1 апреля при его досрочном учете 15 февраля и учетной ставке 20%? Рассчитаем по формуле:

$$K_0 = 300\,000 - \frac{300\,000 \times 45 \times 20}{360} = 225\,000 \text{ руб.}$$

В российской практике в настоящее время вексельное обращение имеет достаточно широкое распространение. Оно начало активно развиваться еще в начале 1990-х гг. в связи с нехваткой денежных платежных средств. Качество векселей в этот период было очень низкое, и они играли роль денежных суррогатов, что отрицательно сказывалось на эффективности платежной системы. В современных условиях векселя в большей степени являются инструментом оформления долга при коммерческом кредите или инструментом привлечения финансовых средств (финансовые векселя).

Российские банки активно работают с этим финансовым инструментом. Так, на 1 июня 2009 г. сумма учтенных российскими кредитными организациями векселей составила 186,684 млрд руб. [114]. Однако качество векселей многих российских эмитентов остается очень низким. Этим во многом объясняется тот факт, что Банк России не осуществляет рефинансирование кредитных организаций в форме переучета векселей. Лишь векселя крупных компаний по экспортно-импортным операциям принимаются в качестве залога при кредитовании российских банков. Банк России уже на протяжении нескольких лет осуществляет мониторинг российских компаний с целью формирования широкого списка высококачественных векселей, принимаемых к переучету, однако работа эта пока не завершена.

Распространенное в российской практике мошенничество и выпуск фальшивых векселей рожают недоверие предпринимателей к этому инструменту. Определенное распространение получили преимущественно так называемые «серые схемы», где эмитент векселя выстраивает (или хотя бы отслеживает) цепочку продвижения векселя, а на заключительном этапе выкупает сильно дисконтированный вексель сам, тем самым значительно уменьшая свою сумму платежей.

Вексельное обращение сдерживается также отсутствием в России и специальных вексельных судов, существующих в развитых странах, которые быстро, в течение трех дней, принимают решение о взыскании платежа по векселю. В нашей стране эти вопросы решаются в общем порядке в арбитражном суде, что занимает немало времени и сил.

Контрольные вопросы

1. Что понимается под политикой управления дебиторской задолженностью?
2. Какие факторы влияют на установление отсрочек платежа за продаваемую продукцию (услуги)?
3. Какие механизмы финансового менеджмента позволяют ускорить приход денег по дебиторской задолженности?
4. Как обосновывается выгода от предоставления скидки за ускоренную оплату?
5. Почему факторинг рассматривается как элемент управления дебиторской задолженностью?
6. Какую роль играют векселя в управлении оборотным капиталом?

ФИНАНСОВАЯ СТРАТЕГИЯ И СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

Глава 19

Моделирование справедливой рыночной стоимости компании

19.1. Общая конструкция формирования выгод для построения рычагов управления

В соответствии с общемировой практикой и российскими стандартами различают три основных подхода к оценке стоимости компании (*company value*): доходный, затратный и сравнительный. Каждый из этих подходов отражает различные взгляды на ценность активов компании и вложенного капитала.

Расчет и управление стоимостью компании в рамках концепции *IBM* базируется на доходном подходе, который объединяет методы оценки, основанные на предположении о целесообразности продолжения деятельности, определенном видении выгод от владения компанией и пересчете этих выгод к текущему моменту времени. Подход основывается на утверждении, что бизнес представляет ценность своей возможностью генерировать будущие денежные выгоды (свободные денежные потоки или прибыль) в течение ряда лет, и оценка бизнеса выполняется по сегодняшней (приведенной) оценке этих прогнозируемых поступлений. Сегодняшняя ценность определяется через пересчет будущих потоков, операция пересчета называется дисконтированием.

Доходный подход к оценке активов — рассмотрение цены актива (ее справедливой стоимости) как способности приносить доход в будущем. Количественно стоимость актива приравнивается к текущей

стоимости потока чистых денежных выгод от использования оцениваемого актива за экономически обоснованный срок его службы:

Справедливая стоимость актива = Приведенная стоимость (PV) ожидаемых на заданном временном горизонте денежных выгод в будущем.

Горизонт анализа зависит либо от срока жизни актива (например, срок жизни облигации равен фиксированному сроку привлечения заемных денег) либо от обоснованного периода оценки. Например, для инвестиционных решений обоснованный период рекомендуется увязывать со сроком удержания конкурентных преимуществ, позволяющих получать доходность выше среднерыночного уровня. При оценке компаний часто исходят из предпосылки о бесконечном временном горизонте.

Заметим, что, несмотря на то что метод дисконтирования выгод часто опирается не на выгоды, приходящие на одного владельца капитала (на одну акцию), а на весь объем выгод, которые порождает бизнес в каждый период времени, однако результат метода может трактоваться только как оценка выгод миноритарного владения. Это связано с тем, что в рамках метода закладываются неизменные (фиксируемые в текущий момент оценки) ключевые финансовые пропорции, характеризующие управленческие решения (структура капитала, рентабельность продаж, показатели кредитной политики и т.п.).

В доходном подходе выделяют модели, основанные на дисконтировании денежных потоков (например, $FCFF$, $FCFE$), — это так называемые модели DCF и модели дисконтирования прибыли, которые получили название методов капитализации доходов. В данном случае термины «прибыль» и «доход» являются синонимами. Рисунок 19.1 подчеркивает многообразие моделей оценки в рамках доходного подхода.

В рамках моделей денежных потоков существует несколько модификаций. Например, модель *скорректированной приведенной стоимости* С. Майерса (API), или прибыли (*экономической добавленной стоимости* (EVA), или *избыточной прибыли*), которая обычно применяется для оценки интеллектуального капитала (гудвилла).

Капитализация доходов приемлема при предположении, что будущие поступления компании приблизительно равны текущим, соответственно темпы их роста невысоки и стабильны. Амортизация направляется на поддержание фиксированной величины активов, и соответственно денежный поток по всем активам равен посленалоговой операционной прибыли. Это допустимое предположение для бизнеса, находящегося на этапе зрелости.

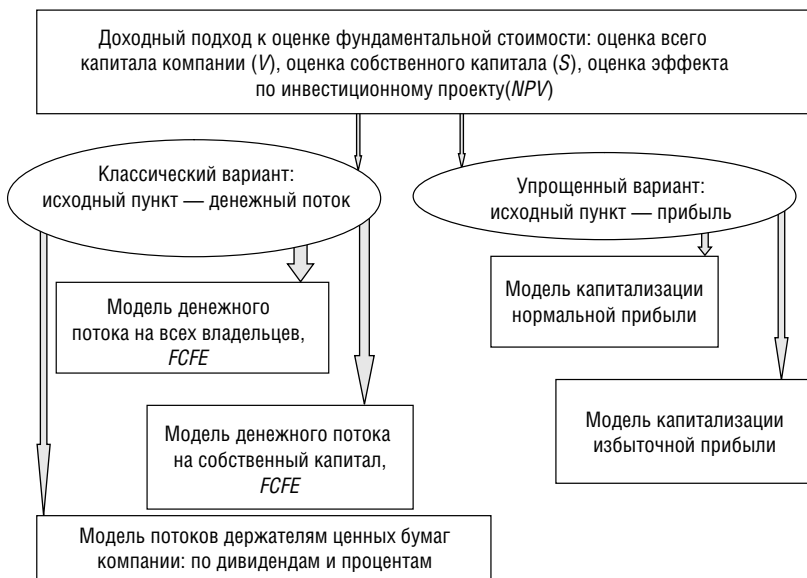


Рис. 19.1. Дисконтирование будущих выгод (денежных потоков или прибыли) — основа доходного подхода к оценке

На рисунке 19.2 приведена схема расчета стоимости компании с помощью метода дисконтированных денежных потоков:

Стоимость компании = Приведенная стоимость свободных денежных потоков (FCF) + Приведенная стоимость потока на заключительном этапе развития (TCF) + Стоимость неоперационных и неиспользуемых активов.

Базой для большинства используемых практиками моделей является классическая DCF -модель, которая строится на определенных предпосылках об анализируемой компании (табл. 19.1). Далее эта классическая модель модифицируется.

Таким образом, классическая DCF -модель разработана для крупных компаний в зрелых отраслях с понятными (прогнозируемыми) основными финансовыми показателями (темпами роста выручки, рентабельностью продаж, потребностью в оборотном и основном капитале). Хотя модель исходит из оценки выгод всех инвесторов и собственного капитала в целом, тем не менее правильнее говорить об оценке миноритарной доли, не позволяющей претендовать на принятие инвестиционных и финансовых решений. Это связано с тем, что модель жестко фиксирует операционную деятельность (управление затратами

и рентабельность продаж, управление запасами и нормативы по элементам оборотного капитала), инвестиционную деятельность (нормативы потребности в инвестициях) и финансовую политику (структуру капитала и дивидендный выход). Наличие контроля позволяет переигрывать сложившиеся финансовые пропорции и потенциально может дать прирост стоимости. В классической модели *DCF* такая гибкость не заложена, поэтому правильнее за покупку контроля вводить дополнительные премии.

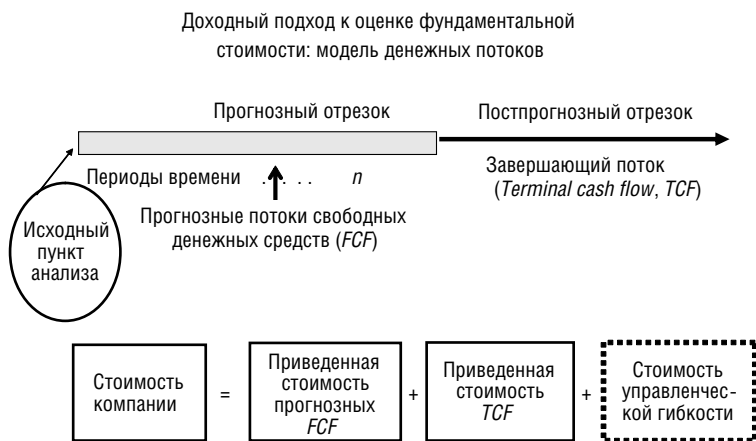


Рис. 19.2. Разбиение бесконечного временного горизонта на два отрезка и учет управленческой гибкости при дисконтировании будущих денежных потоков

Таблица 19.1

Признаки компании, которая может быть оценена с помощью *DCF*-модели

Показатель	Параметры оценки
Характеристики компании и рынка	«Классическая компания»
Размер компании	Крупная
Целевое предназначение	Продолжение функционирования бизнеса
Доля владения	Миноритарная
Отраслевые характеристики	Зрелая отрасль. Устоявшаяся технология. Известный продукт
Фаза жизненного цикла компании	Зрелость или замедляющийся рост
Наличие резервов денежных средств или неиспользуемых активов	Отсутствуют

Окончание

Показатель	Параметры оценки
Инвестор	Финансовый, портфельный, не заинтересованный в стратегическом управлении
Присутствие на фондовом рынке	Публичная компания, котирующая акции на рынке. Высокая ликвидность акций
Рынок капитала	Развитый

Первый выбор, который должны сделать аналитик и финансовый менеджер, выстраивающий рычаги управления, — определить, какой денежный поток будет рассматриваться в модели.

Выбор делается из двух вариантов.

Вариант 1 — денежный поток по собственному (акционерному) капиталу (*FCFE*) как поток, свободный для изъятия именно собственниками (акционерами) после того, как сделаны все инвестиции, необходимые для реализации стратегии развития компании, и проведены выплаты по заемному капиталу (погашены проценты и предполагаемые в рамках договоренностей выплаты «тела займа»).

Вариант 2 — денежный поток на всех владельцев (*FCFF*), т.е. поток, свободный для распределения между всеми финансовыми владельцами капитала (акционерами и кредиторами). При расчете *FCFF* не проводится условное деление на собственный и заемный капитал, моделируется ситуация 100%-го финансирования собственными средствами, поэтому прогнозировать *FCFF* легче. Базой для прогноза обычно выступает показатель *EBITDA*.

Рекомендуется использовать первый метод, если политика финансирования компании нестабильна, компания еще не достигла оптимальной (целевой) структуры капитала, ожидаются существенные подвижки; деятельность компании сезонна, имеет циклический характер, что порождает всплески потребности в заемном финансировании. Для компаний с высоким постоянным уровнем долга часто применяется второй метод.

Второй выбор состоит в определении продолжительности прогнозируемого временного промежутка. Традиционный алгоритм оценки методом *DCF* предполагает выделение двух периодов анализа компании: прогнозного и постпрогнозного, как это показано на рис. 19.2. На прогнозном отрезке для каждого выделенного момента времени (например, год) строится прогноз свободного денежного потока. На постпрогножном отрезке делаются определенные предположения

о поведении денежного потока (постоянен по годам, растет, операционный поток прекращается, представляет собой ликвидационную стоимость активов).

Выбор прогнозного периода достаточно сложен. К существенным факторам, оказывающим влияние на этот выбор, относятся: отрасль и возможность прогнозирования темпа роста спроса по ней, стадия жизненного цикла компании, степень развития финансового рынка, доступность информации по компании (прежде всего наличие стратегических планов), ставящиеся задачи при оценке (насколько важна точность). В идеале прогнозный период должен охватывать время, когда:

- компания выйдет на прибыльную деятельность (если были убытки);
- реструктуризация (вывод подразделений, поглощение) даст видимые результаты;
- инвестиционные решения приведут к полной загрузке производственных мощностей;
- компания выйдет на типичные для отрасли характеристики использования заемного капитала.

Следует помнить, что чем длиннее прогнозный период, тем менее надежны прогнозы выручки, расходов, оценки рисков в терминах доходности и, следовательно, выше субъективность оценки.

Традиционно в странах с развитой рыночной экономикой прогнозный период берется в диапазоне 5—10 лет. В развивающихся странах с нестабильностью внешнего окружения (высоких политических рисках, динамизме изменений) длительные прогнозы не могут быть корректными. Прогнозный период ограничивается диапазоном 3—6 лет. Для России аналитики рекомендуют горизонт планирования не более пяти лет.

Третий вопрос выбора связан с прогнозом денежных потоков по годам прогнозного временного промежутка. У аналитика есть следующие альтернативы:

- номинальные потоки (т.е. с встраиванием прогноза изменения цен на выпускаемую продукцию и статьи затрат);
- реальные потоки (рассчитанные в ценах базового года, например, года проведения анализа);
- смешанные потоки (например, выручка оценивается в номинальном выражении, а затраты — в реальном).

Прогноз валовой выручки начинается с оценки рыночной позиции компании (доля рынка, спрос на продукцию, номенклатура), анализа тенденций развития рынка (растет рынок или падает, кто

занимает лидирующие позиции, приход каких конкурентов ожидается), возможности компании изменить положение на рынке (повлиять на поведение конкурентов, например, через создание альянсов, увеличить производственные мощности). Как правило, прогноз выручки тесно связан с инвестиционными затратами (вложениями в основной и оборотный капитал) и строится комплексно. Ключевым показателем, определяющим динамику выручки, выступает прогнозируемый темп роста бизнеса. В простейшем варианте это может быть темп роста отрасли. Часто отраслевой темп корректируется в зависимости от стратегии компании (например, если предполагается наращивать долю рынка, то принимается более высокий темп роста выручки, чем отраслевой).

Хорошо действующий прием при выстраивании динамики выручки по годам — выделение постоянных и переменных составляющих, влияющих на выручку.

Для *прогноза статей затрат* также целесообразно выделить постоянные (которые не зависят от объемов деятельности и слабо подвержены влиянию внешней среды) и переменные статьи. По наиболее значимым из них (например, электроэнергия для алюминиевых компаний) проводится рыночный анализ, включая поставщиков, альтернативы.

Прогноз инвестиционных потребностей проводится по четырем направлениям: оборотный капитал (запасы, дебиторская задолженность, возможности использования кредиторской задолженности); капитальные вложения (создание реальных активов, не включая поглощения); финансовые инвестиции; вложения в интеллектуальный капитал. Финансовая модель исходит из определенного выбора по структуре капитала в соответствии с финансовой стратегией.

Типичным приемом моделирования оборотного капитала является фиксация уже сложившихся пропорций (например, коэффициентами долей элементов оборотного капитала в выручке или коэффициентами оборачиваемости). Капиталовложения прогнозируются с учетом предполагаемых темпов роста и необходимости расширения мощностей для увеличения выручки, а также с учетом предполагаемой замены выбывающих основных средств. Как вариант закладывается увеличение собственного капитала путем дополнительных эмиссий акций.

Алгоритм «доли продаж» строится на предположении сохранения устойчивых пропорций между выручкой и потребностями в инвестициях в основной и оборотный капитал, чистой прибылью.

Аналитик предполагает, что для получения каждого рубля дополнительной выручки требуется определенная величина капитальных вло-

жений и сумма инвестиций в чистый оборотный капитал. Прошлые финансовые отчеты позволяют найти эти соотношения (рентабельность продаж, потребность в инвестициях). Могут также привлекаться среднеотраслевые значения коэффициентов (медианные).

Исходной информацией для построения прогнозов выступает стандартная финансовая отчетность, а также данные управленческого учета и принятая руководством или собственниками стратегия компании. Важный шаг, который должен быть сделан при работе с отчетной информацией, — ее «нормализация». Необходима корректировка финансовых показателей для нивелирования разовых, случайных событий, которые нашли отражение в финансовой отчетности, но с большой вероятностью не будут наблюдаться в будущем. Цель «нормализации» — оценить отчетные и прогнозные финансовые показатели при условии, что прежние операции проходили бы в «нормальных условиях» (например, исходя из параметров работы компаний-аналогов или отраслевых пропорций).

Так, на российском рынке вознаграждения управляющим-собственникам корректируются до нормального уровня (часто владельцы-управляющие получают дивиденды в виде заработной платы или, наоборот, условную заработную плату при высоких дивидендах). Безнадежные долги списываются. В активах выделяются действующие и недействующие, которые оцениваются отдельно. Ссуды работникам компании и родственникам основного акционера классифицируются как выданные векселя. Заниженная (нерыночная, полученная на льготных условиях) арендная плата вводится по реальным ставкам. Разовые доходы и расходы убираются из расчета.

Следующий вопрос выбора — задание поведения денежных потоков компании на заключительном отрезке времени (за пределами периода прогнозирования). Предпосылки, которые могут использоваться, показаны на рис. 19.3. Задача, стоящая перед аналитиком, — оценить продленную стоимость (*terminal value*, *TV*), т.е. определить, сколько будет стоить компания на конец периода прогнозирования, когда она выйдет на этап устойчивого развития (например, на стадию зрелости в жизненном цикле). Заметим, что полученная продленная стоимость может оказывать значительное влияние на результат оценки бизнеса. Для высокотехнологичных компаний, предприятий повседневного спроса доля продленной стоимости в общей оценке может достигать до 80—90%. Это связано прежде всего с объективно коротким прогнозным периодом. Принятие такой оценки компании с высокой долей продленной стоимости не совсем корректно. Обычно рекомендуется применять более развитые методы.

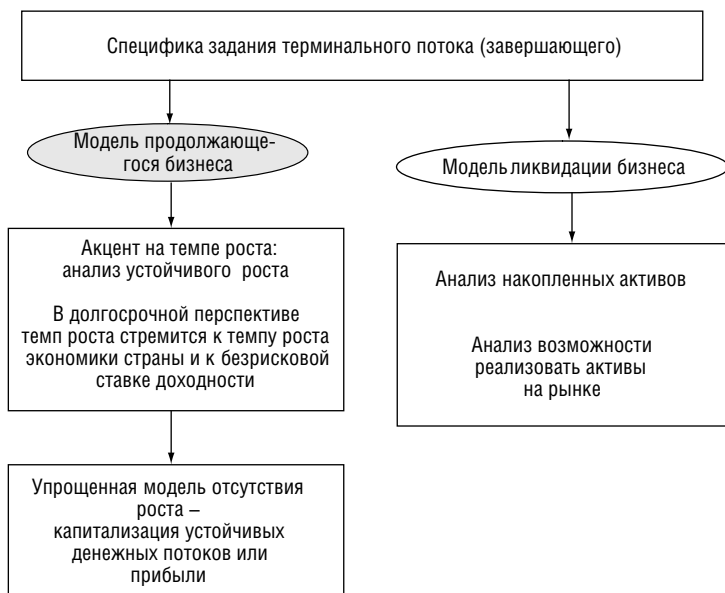


Рис. 19.3. Варианты задания поведения денежных потоков на заключительном временном промежутке

В оценке TV используются три модели:

- по прогнозируемым потокам заключительного отрезка (денежный поток заключительного отрезка получил название остаточного, или завершающего (терминального), TCF);
- по ликвидационной оценке бизнеса;
- через сравнение с компаниями-аналогами и получение значения сравнительным (мультипликаторным) методом.

При предположении о продолжении деятельности за пределами прогнозного периода продленная стоимость бизнеса может рассчитываться по формуле Гордона:

$$TV = TCF(1 + g)/(k - g),$$

- где TCF — поток денежных средств на конечном временном отрезке прогнозного периода;
- g — темп роста денежного потока на завершающем отрезке (ниже, чем темп роста экономики, в которой действует компания);
- k — ставка дисконтирования.

При отсутствии роста на заключительном отрезке расчет упрощается:

$$TV = TCF/k.$$

Часто аналитики руководствуются следующими правилами задания завершающего потока:

- для капиталоемкого бизнеса (с большой долей амортизации в расходах) обязательно рассмотрение потоков денежных средств (*CF*);
- бизнеса с большой долей неоперационных потоков необходимо построить скорректированные оценки, отражающие суть продолжаемого бизнеса;
- бизнеса в сфере услуг приемлем показателем «прибыль»;
- циклического бизнеса целесообразно усреднять денежные потоки;
- растущего или падающего бизнеса за базу может быть взят поток последнего года прогнозного отрезка, который далее будет корректироваться с заданным темпом изменения по годам.

Предположение о ликвидации бизнеса требует пересчета стоимости активов на конец горизонта планирования (часто речь идет о балансовой стоимости). В этом случае иногда вводится ликвидационный коэффициент (фактор), который показывает, на сколько ниже реальной стоимости можно продать актив на рынке. Для нематериальных активов ликвидационный фактор может достигать до 5–10%. По материальным долгосрочным активам (оборудование, транспортные средства) он часто принимается на уровне 50%.

Рассмотрим задания ликвидационных коэффициентов, которые могли бы использоваться для компании. Для расчета используем формулу:

$$LV_n = Debtors \times (LR_i) + Inv \times (LR_i) + FA \times (LR_i) + Cash,$$

где LV_n — ликвидационная стоимость компании в году n (принимаем за конец планового периода);

$Debtors$ — дебиторская задолженность в активах компании;

Inv — запасы сырья, материалов, готовой продукции по балансу;

FA (*fixed assets*) — основные средства по балансу;

$Cash$ — денежные средства и их эквиваленты в активах баланса.

Ликвидационная стоимость собственного капитала в году n будет равна:

$$\text{Нетто-активы года } n = LV_n - Liabilities,$$

где $Liabilities$ — обязательства, заемные источники финансирования.

Возможен вариант задания ликвидационных коэффициентов по коэффициентам оборачиваемости (*turnover rate*, *TOR*) соответствующих статей активов. При этом используется следующая формула:

$$LR_i = 1 - \frac{1}{TOR}$$

Например, оборачиваемость основных средств (*FA*) рассчитывается как отношение выручки к средней величине активов за год. Тогда:

$$LRFA = 1 - \frac{FA\ average}{Sales}$$

Напомним, что ставка дисконтирования задается с учетом сделанного выбора — применения в расчете модели *FCFF* или *FCFE*, номинальных или реальных денежных потоков, варианте учета риска (в ставке дисконта или через корректировку денежных потоков — так называемый метод эквивалентного гарантированного денежного потока). Для прогнозного и заключительного отрезков рекомендуется использовать разные ставки.

19.2. Ключевые факторы, определяющие значения денежных выгод по годам

Темп роста выручки является ключевым параметром, фиксируемым в стратегии развития компании и влияющим на все финансовые показатели, фигурирующие в моделях дисконтирования денежных выгод. Акцент делается на анализе этапа быстрого роста (так называемом плановом или прогножном периоде роста (*length of the growth period*)). Собственники могут ставить цель сохранения доли на рынке, и тогда вводимый в модель темп роста выручки и денежного потока должен соответствовать темпу роста отрасли. Если компания стремится увеличить долю рынка, то закладываемый темп должен превышать среднерыночный. Однако нужно понимать, что достижение желательного показателя потребует существенных инвестиций, так как вряд ли можно предположить, что у компании имеются неиспользуемые мощности, которые можно задействовать для планируемого высокого темпа. В финансовом моделировании важно будет оценить, насколько высокие инвестиции и ускоренный по сравнению с отраслью темп роста оправданы, сможет ли компания за счет таких усилий получить дополнительные выгоды (например, увеличить выход прибыли с единицы выручки).

Для компаний в сформировавшейся отрасли, где уже исчерпаны ресурсы создания конкурентных преимуществ, темп роста не может быть выше темпа инфляции. Для развитых экономик темп роста в но-

минальном выражении обычно принимается на уровне 3%. Для отражения экстенсивного роста в новые географические регионы этот показатель может быть скорректирован в большую сторону и приниматься на уровне 5—6%.

На рисунке 19.4 представлены основные направления поддержания и создания конкурентных преимуществ, которые позволяют увеличить продолжительность стадии роста (*growth period*).

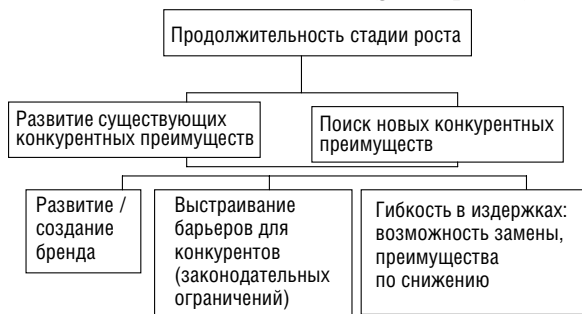


Рис. 19.4. Конкурентные преимущества и продолжительность стадии быстрого роста как драйверы стоимости

Рентабельность продаж (маржа чистой прибыли) (*profit margin, РМ*)¹ — второй ключевой показатель, определяющий денежные потоки по годам и стоимость компании в целом. Этот показатель, с одной стороны, имеет существенную отраслевую привязку, а с другой — во многом зависит от выбираемой стратегии развития компании, бизнес-модели. Показатель тесно связан с показателем оборачиваемости активов. Традиционно наблюдается следующая зависимость: при выборе политики высокой рентабельности (например, через большую наценку к себестоимости) оборачиваемость деятельности снижается. Оборачиваемость рассчитывается как отношение выручки к вложенным деньгам (или созданным активам). Чем меньше наценка и соответственно рентабельность деятельности, тем выше (при прочих равных) может быть оборачиваемость. Определяя стратегию, финансовый директор должен понимать эти зависимости и при заданных темпах роста обосновать приемлемый уровень рентабельности.

Рентабельность продаж рассчитывается как отношение прибыли к выручке, а наценка, или окупаемость текущих затрат, — прибыли к затратам.

¹ Другие популярные на российском рынке названия для этого показателя — маржа прибыли или норма прибыли. Показывает отношение прибыли (чистого дохода) к объему чистых продаж. Определяется путем деления чистого дохода на валовой доход за определенный период. Результат выражается в процентах.

Между наценкой и рентабельностью существует следующая зависимость:

$$\text{Процент наценки на затраты} = PM / (100 - PM),$$

или $PM = \text{Процент наценки} / (100 + \text{Процент наценки})$.

Высокая наценка используется продавцами уникальной или супермодной продукции, где низка оборачиваемость (например, торговля товарами класса «люкс» предполагает закупки раз в полгода). Более того, эти компании часто вынуждены проводить акции по скидкам, распродажам, что связано с высоким устареванием товара.

Используя финансовую модель компании, можно отследить, как меняется прибыль и денежный поток при подвижках в цене выпускаемой продукции, в ее издержках, задаваемом коэффициенте PM .

Например, по российским нефтяным компаниям изменение цены нефти на 1 дол. за баррель приводит к изменению операционной прибыли на 8—16%. Такие оценки позволяют рассчитать потенциал роста стоимости компании при перемене ключевых параметров. Так, многие аналитики считают, что при цене ниже 32 дол. за баррель потенциала роста стоимости у российских компаний не будет.

Отслеживаемыми и сопоставляемыми показателями рентабельности по компаниям в рамках финансовой модели являются: рентабельность по операционной прибыли ($PM\ EBIT$) и рентабельность по доамортизационной операционной прибыли ($PM\ EBITDA$). Так как $EBITDA$ позволяет нивелировать особенности учетной политики компании в отражении амортизации, то рентабельность по $EBITDA$ становится одним из ключевых показателей, позволяющих судить о создаваемой стоимости.

Например, для торговых непродовольственных сетей «нормальное» значение $PM\ EBITDA$ находится на уровне 5—6%. Этот уровень демонстрируют компании «М.видео», «Эльдорадо». У компаний «Мир» и «Техносила» показатель ниже «нормы» — 3—3,9%. Этот разрыв предопределяет действия менеджмента по работе над созданием стоимости. У девелоперов (например, компания «ПИК») маржа $EBITDA$ по итогам 2010 г. составила порядка 13—14%.

Принципиально другой уровень рентабельности демонстрируют интернет-компании. Например, по результатам за 2006 г. показатель $PM\ EBITDA$ составил¹: у «Яндекс» — 58%, РБК — 53%, «Мамба» — 47%, Mail.ru — 32%, Rambler — 14,1%.

Эффективная ставка налога на прибыль учитывает возможности налоговой оптимизации и налогового планирования. Правильно вы-

¹ Аналитический обзор ING Bank.

строенная налоговая политика позволит компании снизить налоговое бремя и увеличить денежный поток. Это действенный рычаг управления, которым предприятия часто пользуются.

Численное отличие эффективной ставки налога на прибыль от фискальной (20% в Российской Федерации по плоской шкале налогообложения) связано с различиями в трактовке прибыли в налоговом и финансовом учете. При построении финансовой модели компании важно понимание, как налоговые платежи по налогу на прибыль соотносятся с операционной прибылью (*EBIT*). Эту налоговую нагрузку в относительном выражении и показывает эффективная ставка налога на прибыль:

$$\text{Эффективная скорректированная ставка налога на прибыль} = \frac{\text{Фактически начисленный налог на прибыль}}{\text{Операционная прибыль}}$$

Ставка может отличаться от величины 20% налога на прибыль. Для многих компаний с высокими представительскими расходами специфическими затратами на продвижение продукции, которые не признаются в качестве уменьшающих налогооблагаемую базу, эффективная ставка налога на прибыль оказывается выше 30%.

В странах с прогрессивной шкалой налога на прибыль (например, в США) возникает еще один важный аналитический показатель — предельная ставка налога на прибыль.

Усиление контроля со стороны государства над налоговыми платежами компаний ограничивает этот инструмент увеличения стоимости, а в ряде случаев нивелирует. Единственным рычагом для крупных компаний становится лоббирование законодательно разрешенных налоговых льгот и схем исчисления налогов.

Контрольные вопросы

1. На какого инвестора (миноритарного или мажоритарного) ориентирована классическая *DCF*-модель при оценке компании?
2. Чем показатель *FCF* отличается от *FCFE*? Когда рекомендуется строить модель оценки и управления на базе *FCFE*?
3. Что понимается под «неденежными затратами»? Как эти затраты учитываются при расчете *FCF*?
4. Как при прогнозе *FCF* отражаются изменения в кредитной политике компании (предоставление отсрочек платежа)?
5. Как *DCF*-конструкция связана с моделью дисконтирования дивидендов при оценке акций?

6. На какие отрезки традиционно разбивается бесконечный временной горизонт анализа классической конструкции *DCF*? Какие предположения делаются по темпам роста, рентабельности продаж компании?
7. Как рассчитывается стоимость компании, у которой кроме основного бизнеса имеется земля, придерживаемая для последующей реализации, а также значительные финансовые вложения?
8. Какими правилами руководствуются аналитики при обосновании ставки дисконтирования в конструкции *DCF*? Всегда ли корректируется на риск ставка дисконтирования?
9. В чем суть метода безрискового эквивалента денежного потока?
10. Почему в аналитике важно учитывать не столько фискальную ставку налога на прибыль (20%), сколько скорректированную эффективную ставку налога на прибыль, которая может быть как выше 20% (например, по таким компаниям, как ОАО «Калина», «ВБД», «Газпром»), так и ниже?

Методы обоснования стоимости элементов капитала

20.1. Требуемая доходность по заемному капиталу компании

Для российского рынка оценка требуемой доходности долга по фиксируемой в финансовой отчетности платности привлеченных заемных источников финансирования или по объявленным сделкам привлечения долга часто подвергается критике. Это происходит из-за предоставления кредитов на нерыночных основаниях (например, «родственными» банками, по схемам кросссубсидирования, аффилированными компаниями, по государственным льготным условиям), запутанности схем кредитования или наличия просроченной задолженности. Аналитики финансового рынка отстаивают тезис, что метод «наблюдения» наименее предпочтителен при прогнозе ставок доходности на развивающихся рынках.

Требуемая доходность по заемному капиталу компании не равна:

- зафиксированной купонной ставке по размещенному ранее или размещаемому в данный момент облигационному займу;
- процентной ставке по ранее привлеченной банковской ссуде. Ситуация на рынке может существенно измениться или риск компании поменяться (компания увеличит финансовый рычаг, увеличится коммерческий риск), в результате чего прежнее значение зафиксированной в договоре займа ставки не будет отражать текущую оценку риска;
- текущей доходности выплачиваемых процентных платежей по отчетности.

Пример. По последнему бухгалтерскому отчету займы компании (платные заемные средства) составляли 20 млн руб., а процентные платежи, закладываемые в годовой бюджет на следующий год, предполагаются на уровне 2,2 млн руб. Вывод о величине требуемой доходности на уровне 11% годовых ($2,2 : 20 = 0,11$) будет не верен.

Некоторые виды займов могут иметь период отсрочки (льготные периоды), и отсутствие процентных платежей в бюджете или низкие значения еще не означают низкой требуемой доходности, предъявляемой инвесторами к компании. Так, привлеченный в 2002 г. компанией «Роснефть» кредит на 200 млн дол. сроком на 54 месяца имел одногодичный льготный период, т.е. процентные платежи возникли не сразу, а только через 12 месяцев после получения. По кредитному договору сумма 200 млн погашалась за 42 месяца равными долями с процентной ставкой $LIBOR + 3,65\%$ годовых;

- процентной ставке по займу, предоставляемому одним из акционеров компании или аффилированной компанией (банком). При предоставлении займов владельцем собственного капитала или аффилированным банком можно предположить, что процентная ставка не соответствует рыночным условиям. Следует иным образом подойти к оценке кредитного риска компании (методом аналогов или через методику кредитного рейтинга). Примером критического рассмотрения ставок заимствования может выступать диверсифицированная корпорация «Интеко», имеющая высокую долговую нагрузку и низкую рентабельность, которая при этом привлекает облигационные и банковские займы с относительно низкой стоимостью (основной кредитор — «Банк Москвы»).

Для обоснования требуемого уровня доходности за кредитный риск компании разработано несколько различных методов. Выбор из этих методов зависит как от степени развитости финансового рынка (наличия информации, ликвидности финансовых инструментов), так и от используемых форм привлечения займов. Для компаний с публичным долгом (котируемыми на рынке долговыми ценными бумагами) рекомендуемый метод оценки требуемой доходности — по значению доходности к погашению (*yield to maturity*, *YTM*). Сложнее обстоит дело с предприятиями, где долг не публичен или которые только собираются привлечь заемный капитал. Рассмотрим рекомендуемые методы для таких компаний.

Метод волатильности денежных потоков, доступных для расчета с кредиторами. При наличии развитого рынка акций (высокой ликвидности, большой доли свободного денежного потока) стандартное отклонение по акциям компании может выступать приближенной оценкой нестабильности денежных потоков. Чем более нестабильны потоки, тем выше риски погашения обязательств. Данный метод позволяет построить зависимость премии за кредитный риск компании от уровня волатильности денежных потоков. Часто как аппроксимация волатильности потоков выступает волатильность цен акций, что, конечно, является некоторым упрощением этого метода.

Пример. Требуется рассчитать требуемую доходность по заемному капиталу авиакомпания Z. Стандартное отклонение акций авиаперевозчиков (анализ динамики акций по 48 американским авиакомпаниям) — 62%, спред — 2%, доходность по долгосрочным государственным ценным бумагам — 4,25% (табл. 20.1). Процентную ставку по заемному капиталу (kd) рассчитаем по формуле:

$$kd = \text{Доходность по долгосрочным государственным ценным бумагам} + \text{Спред доходности, соответствующий уровню стандартного отклонения.}$$

Таким образом, для компании Z:

$$kd = 4,25\% + 2\% = 6,25\%.$$

Таблица 20.1

Таблица соответствия А. Дамодарана

Диапазон стандартного отклонения, %	Спред, %
0—20	0,25
20—25	0,50
25—30	0,75
30—40	1,00
40—50	1,25
50—60	1,50
60—100	2,00

Некоторые методы моделирования ставок по долговым обязательствам с привязкой к уровню ликвидности корпоративных облигаций на рынке показаны в табл. 20.2.

Таблица 20.2

Выбор метода по уровню ликвидности рынка ценных бумаг страны и компании

№ п/п	Показатель	Метод
1	Высокая ликвидность рынка облигаций компании и рынка ценных бумаг страны	Доходность к погашению облигаций соответствующего выпуска (по сроку, рискам)
		Метод анализа стандартного отклонения по акциям отрасли
2	Средняя ликвидность ценных бумаг компании, присвоение рейтинга признанным агентством	Метод спреда доходности по кредитному рейтингу

Окончание

№ п/п	Показатель	Метод
3	Низкая ликвидность, отсутствие рейтинга по компании	Метод спреда доходности по синтетическому кредитному рейтингу
4	Отсутствие обращаемых ценных бумаг компании	Последние по времени привлеченные займы компании (анализ доходности)

Метод кредитного рейтинга. В диагностировании кредитных рисков и в определении требуемой доходности по заемным средствам большую роль играют рейтинговые агентства. Метод кредитного рейтинга позволяет достаточно хорошо оценить требуемую доходность по долговым инструментам компании и часто применяется для фирм, не привлекающих деньги на открытом рынке или при низкой ликвидности корпоративных облигаций. Данный метод получил наибольшую популярность на развивающихся финансовых рынках с достаточно слабо развитым долговым сектором.

Общепризнанными считаются рейтинги трех агентств: Standard&Poor's (S&P), Moody's Investors Service (Moody's) и Fitch Ratings (Fitch). В таблице 20.3 показано соотношение присваиваемых компаниям категорий в рамках указанных агентств.

Таблица 20.3

Соответствие рейтингов компаний по основным агентствам

S&P	Moody's	Fitch	Комментарии
AAA	Aaa	AAA	Инвестиционный рейтинг
AA+	Aa1	AA+	
AA	Aa2	AA	
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	
A	A2	A	
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	
BBB	Baa2	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	
BB+	Ba1	BB+	Спекулятивный рейтинг
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	
B+	B1	B+	
B	B2	B	

По присвоенному кредитному рейтингу даже при отсутствии котировок или недоверии к декларируемой процентной ставке по банковской ссуде (отсутствие обращения облигаций или сложный банковский договор ссуды с множеством дополнительных условий) можно судить об уровне требуемой доходности по займам компании.

Соответствие ставки *LIBOR* и кредитного рейтинга компании демонстрируют табл. 20.4 (по облигациям) и табл. 20.5 (по банковским ссудам). Термин «спред» отражает разность между фактической ставкой доходности и ставкой по некоторому базовому финансовому инструменту (например, по государственным ценным бумагам или по ставке межбанковского кредитования). Следует иметь в виду, что значение спреда чувствительно к изменению общерыночной ситуации. В кризисных периодах развития экономики значения спредов возрастают (при неизменяемом кредитном рейтинге).

Таблица 20.4

Спреды доходности корпоративных облигаций, обращающиеся на европейском рынке по отношению к *LIBOR* 2009—2010 гг.

Кредитный рейтинг компании по S&P	Средний спред в базисных пунктах
AA	30—50
A	55—90
BBB	150—220
BB+	250—350
BB	400—500
BB—	550—700

Таблица 20.5

Спреды доходности корпоративных облигаций, обращающиеся на российском рынке по отношению к *LIBOR* (заимствования в дол. США на срок 1—2 года) 2009—2010 гг.

Компании	Спред, %
высшего рейтинга по стране (например, ОАО «Газпром»)	0,32
с рейтингом BB+	1,15
с рейтингом BB	1,40
с рейтингом BB—	1,60

Анализ соответствия кредитного рейтинга и требуемой доходности показывает, что переход на каждый пункт шкалы рейтинга в сторону повышения снижает стоимость заимствований российских компаний порядка одного процентного пункта. Долларовые заимствования

двух-трехлетнего срока российских компаний при кредитном рейтинге на уровне ВВ+ обходятся не дороже ставки *LIBOR*, увеличенной на 2,5—3 процентных пункта (2,5% — премия при малых специфических рисках, 3% — при средних рисках).

Пример. В соответствии с таблицей 20.5 у компании «Транснефть» в 2006 г. при кредитном рейтинге ВВ+ (на уровне странового) и ставке *LIBOR* 1,8% требуемая доходность составит:

$$1,8\% + 3\% \text{ странового риска (спред государственных облигаций)} + 1,15\% \text{ спреда по кредитному рейтингу компании} = 5,95\%.$$

Подобный расчет предполагает первый (стандартный) метод включения спреда доходности по страновому риску в оценку требуемой доходности. Для предприятий, по которым данные риски несущественно влияют на генерируемые денежные потоки, учет спреда по страновому риску может осуществляться с введением коэффициента лямбда. По ряду компаний допустима ситуация равенства ставки государственных заимствований со ставкой требуемой доходности по заемному капиталу.

Одним из решений проблемы слабой предсказательной способности рисков кредитного рейтинга по международной шкале признанных агентств является использование рейтингов надежности корпоративных эмитентов, присваиваемых аналитическими подразделениями российских финансовых компаний, проводящих анализ по большей части облигационных выпусков отечественного рынка. Например, публикуемый с 2003 г. рейтинг надежности финансовой группы «НИКойл», разрабатываемый отделом исследований долговых рынков. (В 2005 г. в результате интеграции бизнесов финансовой корпорации «НИКойл» и банковской группы «Уралсиб» была создана корпорации «Уралсиб».) Рейтинг строится по комплексной оценке риска своевременного обслуживания и погашения рублевых облигаций с учетом дополнительных рисков, накладываемых структурой облигационного займа. По аналогии с международными рейтингами шкала имеет уровни А, В, С, D с понижающими и повышающими поправками. Средние значения финансовых коэффициентов для разных групп надежности эмитентов приведены в табл. 20.6.

В таблице 20.7 приведены результаты расчетов коэффициентов корреляции между фиксируемой на рынке требуемой доходностью по заемному капиталу (как *УТМ*) и несколькими показателями кредитного риска (кредитный рейтинг, финансовые коэффициенты долговой нагрузки) (выборка 15 российских компаний).

Таблица 20.6

Финансовые коэффициенты (средние значения) по уровням рейтинга надежности корпоративных компаний России — рублевые облигационные выпуски (анализ 79 компаний аналитиками банка «Уралсиб»), 2004 г.

Рейтинг/Коэффициенты	A	A-	B+	B	B-	C+	C	C-	D+
Долг/ <i>EBIT</i>	0,81	1,63	1,4	1,6	2,16	3,49	3,55	8,63	6,56
Долг/Капитал, %	19,9	28,9	26,6	35,1	38,8	32,4	45,9	59,4	72
Долг/Активы, %	15,1	21,9	19,6	20,7	26	23,3	35,6	43,7	54
Прибыльность по <i>EBIT</i> , %	28,6	17,2	24	13	15,9	7,4	9,6	9,3	18,3
<i>ROCE</i> , %	18	15	25	23	20	11	17	5	11
Количество компаний	8	8	10	15	9	11	10	7	1*

* Группа «ЛОМО».

Таблица 20.7

История изменения кредитного рейтинга российских компаний за 2006—2008 г. (S&P, международная шкала)

Компания	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006
ОАО «Российские железные дороги»	BBB	BBB+	BBB+
ОАО «Объединенные машиностроительные заводы»	CCC+	CCC+	CCC+
ОАО «Московская городская телефонная сеть»	BB	BB-	BB-
ОАО «Вимм-Биль-Данн Продукты Питания»	BB-	BB-	B+
ОАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы»	BBB	BB+	B+
ОАО «Трубная металлургическая компания»	B+	BB-	B+
ОАО «Научно-производственная корпорация ИРКУТ»	BB	BB+	B+
ОАО «Мосэнерго»	BB	BB	B
ОАО «Центртелеком»	B+	B+	B
ОАО «Южная телекоммуникационная компания»	B	B	B-
ОАО «Сибирьтелеком»	B+	B+	B+
ОАО «Северо-Западный телеком»	BB-	BB-	B+
ОАО «ЭнелОГК-5»	BB-	BB-	BB-
ОАО «Волгателеком»	BB-	BB-	BB-
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	B+	B+	B+

Построенные регрессионные зависимости позволяют сделать вывод: на отрезке 2006—2007 гг. имела место умеренная связь (коэффициент корреляции $r_{xy} = 0,63 - 0,66$) между ставками по заемному капиталу (YTM) и кредитным рейтингом. Кроме того, можно говорить о слабой связи YTM с отношением операционного денежного потока к заемному капиталу (OCF/D) (коэффициент корреляции $r_{xy} = 0,44$) и с рентабельностью продаж ($EBIT/Sales$) с коэффициентом $r_{xy} = 0,3 - 0,5$. Для выборки из 15 компаний с уровнем значимости 5% критическим значением коэффициента корреляции является 0,44, следовательно, статистически достоверной можно считать связь YTM с кредитным рейтингом и с таким показателем долговой нагрузки, как OCF/D .

Для 2008 г. ни кредитный рейтинг, ни рентабельность продаж, ни показатель OCF/D не могут быть для всей выборки признаны важными в объяснении значений складывающихся уровней доходности по заемному капиталу. Более интересный результат получен при отраслевом рассмотрении зависимости доходности к погашению от ряда финансовых показателей, диагностирующих долговую нагрузку. Так, получена статистически значимая зависимость YTM с показателем $D/EBITDA$. Например, исходя из данных на рис. 20.1, для телекоммуникационных компаний уравнение имело вид:

$$YTM = 0,022 \times (D/EBITDA) + 0,146.$$

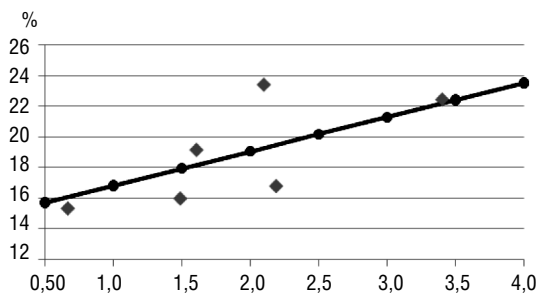


Рис. 20.1. Зависимость требуемой доходности по заемному капиталу (YTM) от показателя окупаемости долга ($D/EBITDA$) для телекоммуникационных компаний на 2008 г.

Взаимосвязь YTM с кредитным рейтингом на докризисном временном отрезке принимала вид¹ для 2006 г.:

$$YTM = 0,004 \times rating + 0,036,$$

для 2007 г.:

$$YTM = 0,004 \times rating + 0,037.$$

Для взаимосвязи YTM с показателем OCF/D (рис. 20.2) получены следующие уравнения регрессии для 2006 г.:

$$YTM = -0,006 \times (OCF/D) + 0,089,$$

для 2007 г.:

$$YTM = -0,008 \times (OCF/D) + 0,093.$$

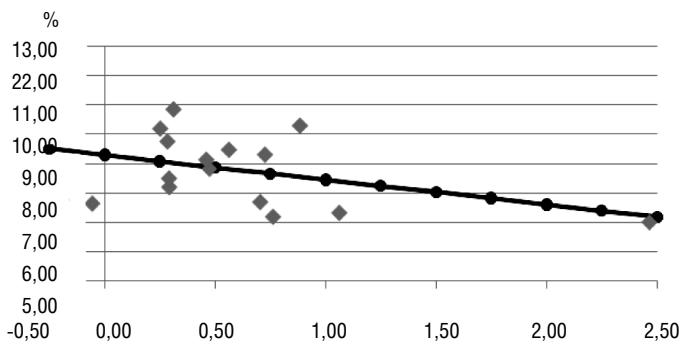


Рис. 20.2. Зависимость требуемой доходности по заемному капиталу от показателя OCF/D для выборки 15 российских компаний на 2007 г.

Наше исследование показало, что значимыми факторами, которые должны учитываться при присвоении кредитного рейтинга и оценке требуемой доходности по заемному капиталу в рамках отраслевого рассмотрения, являются также коэффициент покрытия процентов ($EBITDA/Interest$) и рентабельность продаж ($EBIT/Sales$).

При отсутствии кредитного рейтинга, присвоенного специализированными агентствами, может применяться *метод спреда доходности по синтетическому рейтингу*.

Синтетический рейтинг может строиться по ряду относительных финансовых показателей, диагностирующих долговую нагрузку ком-

¹ Уравнения регрессии для взаимосвязи YTM с кредитным рейтингом на основе расчета F -статистики (7,3—8,6) и сравнения с критическим значением данной статистики для уровня значимости 5% и 15 наблюдений (4,67) можно считать достоверными.

пании и кредитный риск. Самым простым и часто применяемым является коэффициент покрытия процентов (*interest coverage ratio, ICR*). В стандартном варианте коэффициент рассчитывается как отношение прибыли до уплаты процентов и налогов (*EBIT*) к годовой сумме процентов по долгам компании, подлежащих выплате. Могут использоваться и другие виды расчета данного показателя, когда, например, в числителе рассматривается прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации (*EBITDA*), или операционный денежный поток:

$$ICR = EBITDA/Interest.$$

Для компаний, работающих на арендованных активах по лизингу, рекомендуется использовать модифицированный *ICR*, когда в знаменателе учитываются лизинговые платежи и платежи по аренде наряду с процентами по заемному капиталу. Построение синтетического рейтинга по российским предприятиям должно учитывать специфические действия компаний по «приукрашиванию» отчетности, например переоценку активов перед выходом на рынок заимствований или увеличение прибыли за счет неосновной (внеоперационной) деятельности. Например, если до переоценки активов корпорации «Интеко» в 2004 г. соотношение долга и капитала составляло 98%, то после переоценки сократилось до 68%. Существенный рост прибыли за 2003 г., как следует из отчетности, был достигнут за счет неосновной деятельности.

Пример. Применение метода синтетического кредитного рейтинга для оценки требуемой доходности по заемному капиталу. Компания *Distrigaz Nord*, владеющая румынскими газораспределительными сетями, имеет по отчетности $ICR = 2,6$. С учетом странового риска и спреда доходности государственных ценных бумаг сумма безрисковой доходности с премии за страновой риск составит: $5\% + 4,5\% = 9,5\%$.

Премия, согласно кредитному рейтингу компании, соответствующему *ICR*, может быть принята на уровне 2%. Требуемая доходность по заемному капиталу принимается на уровне 11,5% годовых (в долларовом исчислении).

Пример. Применение метода синтетического рейтинга для компании с убытками в текущем году. На американском рынке в отчетном 2003 г. операционная и чистая прибыль компании *XXE* отрицательны из-за существенного роста цен на сырье. Ежегодные значения выплат процентов по займам и операционная прибыль по годам показаны в табл. 20.8. Финансовому менеджеру дано задание оценить на основе метода синтетического кредитного рейтинга

требуемую доходность по заемному капиталу для оценки барьерной ставки инвестиций.

Таблица 20.8

Отчетные данные по компании ХХЕ за 2000—2004 гг.

Год	<i>ЕБИТ</i> , тыс. дол.	Расходы, %
2000	62	12
2001	70	13
2002	59	11
2003	50	11
2004	–8	10

Так как отрицательное значение операционной прибыли связано с нетипично высоким взлетом цен на нефть в 2004 г., то принятие кредитного синтетического рейтинга на уровне D было бы неверно. Следует оценить усредненные значения коэффициента покрытия процентов за прошлые годы:

$$ICR_{cp} = (62 + 70 + 59 + 50) : (11 + 11 + 13 + 12) = 5,1.$$

Этому значению коэффициента соответствует кредитный рейтинг на уровне А– со спредом доходности в 1%. Требуемая доходность по заемному капиталу может быть принята на уровне: безрисковая ставка + 1%.

Развитием метода синтетического кредитного рейтинга по коэффициенту покрытия процентов является использование не одного, а ряда финансовых показателей. Один из вариантов подобной модификации показан на рис. 20.3.

При определении требуемой доходности по заемному капиталу на основе договоров заимствования следует руководствоваться следующими правилами, позволяющими избежать типичных ошибок.

Правило 1 — корректировать дополнительные условия предоставления займов на величину процентной ставки. Например, следует пересчитывать требование компенсационного остатка, дисконтные условия предоставления, дополнительные расходы по обслуживанию, возникающие потери по операционной или инвестиционной деятельности, которые часто имеют место в связанных кредитах (поставка продукции по цене ниже рыночной, покупка оборудования у фиксированного в договоре займа поставщика по цене выше рыночной и т.п.). Аналогично необходимо учитывать налоговые особенности использования привлеченных заемных средств. Например, удорожание за счет «замораживания» НДС на период срока кредитования.

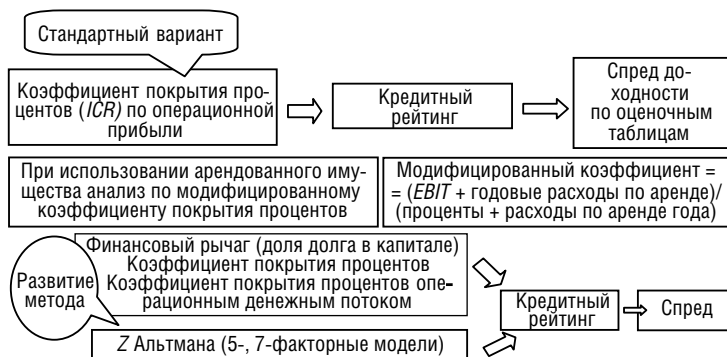


Рис. 20.3. Метод синтетического рейтинга в определении требуемой доходности по заемному капиталу

Правило 2 — учитывать количество разовых выплат процента в течение года. Общее правило гласит: чем чаще осуществляются выплаты в течение года, тем дороже заем при прочих равных условиях. Эквивалентная процентная ставка с уплатой процента один раз в год носит название эффективной процентной ставки. При сравнении компаний по дороговизне привлекаемых источников финансирования и при расчете стоимости капитала рекомендуется использовать эффективную процентную ставку. Так, например, при размещении компанией «Газпром» трехлетнего купонного облигационного займа с купонной ставкой 15% годовых и двухразовой выплатой купона (7,5% доходность купона), при цене размещения 98,81% от номинала эффективная доходность к погашению составит 16,35% годовых. Эта оценка включает факт размещения облигации с дисконтом и двухразовые купонные выплаты.

Правило 3 — внимательно относиться к бридж-финансированию. Данный вид финансирования не отражает долгосрочных оценок инвестиционного риска и требуемой доходности. Для российского рынка перекредитование или бридж-финансирование (привлечение капитала с намерением погасить его в ближайшее время при размещении более выгодных долгосрочных займов) было мало распространено до кризиса 2008—2009 гг. Такой инструмент применяло лишь небольшое число компаний. Например, компания «Русский алюминий» заимствовала в начале 2004 г. 300 млн дол. на два года с погашением при получении более крупного займа (порядка 1 млрд дол.).

В кризисные 2008—2009 гг., когда стоимость денег на рынке существенно возросла, многие предприятия вынуждены были использовать подобные финансовые инструменты. Следует иметь в виду, что ставка

временно привлекаемого кредита, несмотря на формально длительный срок ее погашения, не должна приниматься за требуемую доходность. Бридж-финансирование отражает срочную потребность в деньгах при подготовке более выгодных долгосрочных заимствований.

Следующие два правила мы рассмотрим ниже. Поскольку они применяются для расчета требуемой доходности по заемным средствам, которые различаются условиями привлечения, то вначале представим алгоритмы расчета.

Во-первых, требуемая доходность компании по обращаемому на рынке облигационному займу может быть определена как доходность к погашению.

Напомним, что по купонной облигации различают:

- купонную ставку (*coupon rate*, CR) — ежегодная купонная выплата за каждую денежную единицу номинала:

$$CR = C/H,$$

где H — номинал облигации;
 C — купонные выплаты за год.

Обычно купонная ставка объявляется в процентах годовых. Если предполагается выплата купона два раза в год (общепринятый вариант размещения облигаций), то каждая купонная выплата по облигации равна $C/2$;

- текущую доходность или процентную доходность (*current yield*, CY) — ежегодная купонная выплата на каждую денежную единицу текущей цены:

$$CY = C/P,$$

где P — цена облигации (котировка на бирже);

- общую ожидаемую доходность за год (*total yield*, TY) как сумму текущей доходности и доходности прироста капитала за год (t):

$$TY = (C + P_t + 1 - P_t)/P_t = C/P_t + (P_t + 1 - P_t)/P_t;$$

- доходность к погашению (YTM) — внутренняя норма доходности проекта инвестирования в облигацию со сроком жизни этого проекта до момента погашения. YTM рассчитывается по правилу сложного процента и равна ежегодной доходности при инвестировании величины P_0 в текущий момент времени (это текущая цена облигации) ради получения в будущем купонных выплат и номинала, сохраняя облигацию до момента погашения. Доходность к погашению — ставка дисконтирования, которая уравнивает PV всех будущих выплат с текущей ценой облигации. Для облигации со сроком обращения один год YTM аналогична общей доходности за год. Для среднесрочных и долгосрочных облигаций

YTM можно рассматривать как ежегодную доходность, которую инвестор получит, если будет держать облигацию до погашения. Обычно рассчитывается на электронном калькуляторе или приближенно.

Приближенная оценка YTM может быть получена из соотношений «цена — номинал» и текущей доходности.

Предложены различные формулы приближенной оценки доходности к погашению, например традиционная формула:

$$YTM = (C + (H - P)/n) / ((H + P) : 2),$$

где n — срок до погашения.

В ряде случаев лучшее приближенное значение дает формула:

$$YTM_1 = (C + (H - P)/n) / ((H + 2P) : 3).$$

Пример. При оценке доходности к погашению облигации с пятилетним сроком обращения и 10%-ной купонной ставкой при номинале 1 тыс. дол., при текущей цене 1059,12 дол. точное значение, полученное из решения уравнения, составит 8,5%, традиционная формула приближения дает значение 8,56%, а YTM_1 дает значение 8,48%.

Во-вторых, в ряде случаев договор предоставления займа предполагает погашение номинальной суммы (фиксируемой в пассивах баланса) равными частями по годам.

Пример. Если величина займа составляет 200 млн дол. и выплачивается равными частями в течение пяти лет по 48,8 млн дол., то соответствующая процентная ставка, характеризующая требуемую доходность по заимствованию, находится из уравнения:

$$200 = \frac{48,8}{(1+k)^1} + \frac{48,8}{(1+k)^2} + \frac{48,8}{(1+k)^3} + \frac{48,8}{(1+k)^4} + \frac{48,8}{(1+k)^5}.$$

Вынося за скобки ежегодный платеж, получаем упрощенное выражение, содержащее приведенное значение единичного аннуитета (обозначим как $PVAIF$):

$$200 = 48,8 \times PVAIF.$$

Далее либо по финансовой функции Excel ВНДОХ находим ставку процента, либо подбираем соответствующее табличное значение:

$$PVAIF = 200 : 48,8 = 4,1.$$

Для пяти лет табличное значение соответствует процентной ставке 7% годовых. По займу 200 млн дол. с погашением пятью выплатами по 48,8 млн дол. ежегодно требуемая доходность равна 7% годовых.

Поиск требуемой доходности погашаемого займа по определенной схеме предполагает нахождение внутренней нормы доходности по потокам такого займа. Например, если по ссуде в 500 млн дол. с временным промежутком 7 лет выплаты по годам строятся по схеме, показанной в табл. 20.9, и схема выплат согласована с учетом прогноза будущих поступлений у заемщика, то по финансовой функции Excel ВНДОХ находим ставку процента, соответствующую текущему получению суммы 500 млн дол. и ежегодных выплат. Получаем значение 5%, т.е. искомую ставку заимствований компании.

Таблица 20.9

Выплаты компании по ссуде

Год	1	2	3	4	5	6	7
Выплаты, млн дол.	0	0	0	150	200	150	150

Правило 4 — для дисконтных ссуд. В этом случае процент выплачивается в момент предоставления ссуды, а номинал — по окончании периода кредитования, расчет требуемой доходности строится по формуле:

$$k = \text{Зафиксированная в договоре процентная ставка} / (1 - \text{Дисконт}).$$

Пример. Компания берет дисконтную ссуду 300 тыс. дол. по ставке 16% годовых сроком в 1 год. Тогда уплачиваемая сумма процентов по займу составляет 48 тыс. дол.:

$$300 \times 0,16 = 48.$$

Фактически уплачиваемый процент по дисконтной ссуде будет выше номинального, зафиксированного в договоре, а получаемая сумма меньше 300 тыс. дол. на величину процента, что видно из расчета:

$$\begin{aligned} \text{Фактически уплачиваемый процент} &= \text{Процентные платежи} \\ &\text{за год} / \text{Фактически полученная сумма по кредиту} = \\ &= 48 : (300 - 48) = 48 - 252 = 0,19. \end{aligned}$$

Таким образом, при договорной процентной ставке 16% годовых фактически уплачиваемый процент и требуемая доходность по такому займу составят 19% годовых.

Правило 5 — для банковских ссуд с требованием компенсационного остатка. Требуется пересчет номинальных договорных процентных

ставок в фактически уплачиваемые проценты, которые и будут рассматриваться как требуемая доходность. Компенсационный остаток рассматривается как дополнительный процентный доход с займа и соответственно увеличивает дороговизну предоставляемых в долг денег.

Пример. Компания имеет кредитную линию в 500 тыс. дол. и должна поддерживать компенсационный остаток по непогашенным суммам в размере 14%, а на неиспользуемую часть кредита — 11%. Договорная процентная ставка по займу — 20% годовых. Компания заняла 300 тыс. дол. Фактическая процентная ставка, соответствующая данному договору, будет рассчитываться следующим образом:

$$\begin{aligned} \text{Фактическая ставка процента} &= \text{Договорной} \\ \text{процент} \times \text{Полученные деньги} / \text{Полученные деньги} &- \\ &- \text{Компенсационный остаток.} \end{aligned}$$

Компенсационный остаток составит:

$$0,14 \times 300 = 42 \text{ тыс. дол.},$$

$$0,11 \times 200 = 22 \text{ тыс. дол.}$$

Таким образом, общий остаток равен 64 тыс. дол. Используя приведенную выше формулу, произведем расчет:

$$300 : (300 - 64) = 0,254, \text{ или } 25,4\%.$$

Следовательно, требуемая доходность по ссуде с компенсационным остатком составит 25,4%.

20.2. Развитие конструкции *САРМ* с учетом традиционно фиксируемых несовершенств рынков капитала

Модель оценки капитальных активов (*САРМ*)¹ является хорошей теоретической конструкцией. Это однофакторная равновесная модель, где премия к безрисковой ставке устанавливается не на основе общего риска ценной бумаги, а с учетом ее относительного риска (как чувствительности к риску хорошо диверсифицированного портфеля). Не устраняемый диверсификацией при включении в портфель риск данной ценной бумаги трактуется как систематический (или ры-

¹ Модель *САРМ* разработана Дж. Трейнером (1961, 1962), У. Шарпом (1964), Дж. Линтнером (1965) и Я. Моссиным (1966) независимо друг от друга. Традиционное обозначение: *САРМ* Шарпа — Линтнера — Мосина.

ночный), и мерой его выступает коэффициент бета. Таким образом, в основе *САРМ* лежит предположение о наличии линейной связи между доходностью актива и присущим ему систематическим (недиверсифицируемым) риском. Со времени разработки модели не утихают споры о достаточности учета только одного рыночного параметра и о корректности выбора параметров модели в практическом применении.

В практическом применении конструкции *САРМ* возникает несколько сложных блоков вопросов.

Во-первых, на основе какой информации фиксировать безрисковую ставку и рыночную премию за риск (*MRP*)?

Во-вторых, как корректно оценить бета-коэффициент рассматриваемых акций компании, особенно если эти акции не котируются на рынке (например, анализируемая компания не является публичной)?

Кроме того, эмпирические исследования на развитых рынках показали слабую объясняющую способность *САРМ*¹. Различные несовершенства рынков приводят к тому, что складывающиеся уровни доходности по собственному капиталу хорошо объясняет комбинация ряда факторов. Поэтому в практическом применении можно встретить различные аналитические представления ставки по собственному капиталу. Можно выделить теорию арбитражного ценообразования (*arbitrage pricing theory, APT*), когда рыночный риск раскладывается на несколько факторов и фиксируется чувствительность данной ценной бумаги к каждому выделенному фактору. А также многофакторные методы, в которых наряду с бета-коэффициентом как мерой рыночного риска еще фигурирует ряд компонентов, влияющих на формирование ставок доходности (например, трехфакторная и пятифакторная модели Фама — Френча).

Первый блок вопросов практического применения *САРМ* касается задания рыночных параметров инвестирования. Это параметры, единые для всех активов данного рынка капитала (глобального или национального). Прежде всего необходимо ответить на ряд сложных вопросов.

- С каким сроком инвестирования должны привлекаться безрисковые инструменты для фиксации безрисковой ставки?
- Какой финансовый инструмент позволит зафиксировать уровень среднерыночной доходности?
- Как должна фиксироваться рыночная премия за риск (как наблюдаемое в текущий момент превышение доходности рынка над

¹ Тестирование *САРМ* началось уже в 1970-е гг., и сейчас накоплен большой пласт исследований по качеству этой модели.

безрисковой ставкой или должны учитываться факты волатильности доходностей на рынке и наблюдаемые эффекты возврата к средним уровням)?

- Как преодолеть проблему статистического расчета параметров *САРМ* по прошлым данным (на основе статистики) и перейти к прогнозным оценкам?
- Является ли фактор странового риска диверсифицируемым для глобального инвестора, и если нет, то как оценить премию за страновой (политический) риск?
- Какие еще факторы не отражаются в рыночном риске, т.е. являются дополнительными систематическими, и как их учесть?

Второй блок вопросов касается обоснования коэффициента бета. Сформулируем ряд рекомендаций по формированию параметров *САРМ* (на основе ранее наблюдаемых значений доходности) (табл. 20.10).

Таблица 20.10

Рекомендации по формированию параметров модели *САРМ*

Проблема выбора	Рекомендация
Срочность (срок жизни) безрисковых инструментов	В соответствии с временным горизонтом рассматриваемого решения
Рыночная доходность	Максимально диверсифицированный фондовый индекс (например, S&P 500, MSCI Global) и наблюдаемая по нему усредненная доходность
Рыночная премия за риск (<i>market risk premium, MRP</i>)	На основе длительного временного периода как средняя величина (средняя геометрическая) превышения доходности индекса над безрисковой ставкой
Бета-коэффициент как мера систематического риска	Для публичных компаний с высокой ликвидностью акций, котирующихся на развитых рынках капитала, — фондовый (регрессионный) метод расчета
	Для закрытых (частных, непубличных) компаний — по аналогам с учетом корректировок на финансовый риск и, возможно, на операционный («метод восходящего бета»)
	Для компаний развивающегося рынка — по аналогам развитого рынка с введением корректировок на финансовый риск
	Для закрытых компаний — учебный метод расчета бета через расчет коэффициентов эластичности изменения прибыли компании к прибыли по диверсифицированному портфелю

Переход от статистически оцениваемых значений бета-коэффициента к прогнозным оценкам реализуется через различные поправки. Рассмотрим две наиболее популярные.

Поправка 1 — переход от «индивидуального» бета к отраслевому значению. Компания Ibbotson Associates для снятия проблемы нестабильности бета для отдельных компаний, наличия возможных статистических искажений действительной меры систематического риска использует прием «отраслевого уровня». Искажения обычно возникают, если компании-эмитенты проходили реструктуризацию в течение периода, на котором строился регрессионный анализ. Расчетное «фактическое значение бета» не будет отражать действительный уровень систематического риска, так как подвижки в структуре используемых активов, направлениях денежных потоков неизбежно порождали колебания прибыли, цен акций и в конечном счете изменяли средний уровень и волатильность доходности. Еще один мотив использования «отраслевого уровня» — оценка закрытых компаний, для которых отсутствуют котировки акций и регрессионный метод вообще не применим. Также этот метод может быть рекомендован для открытых компаний с низкой ликвидностью акций (когда их цены не отражают истинные процессы формирования спроса и предложения). Вместо «сырого» или «действительного» бета в конструкции *CAPM* фигурирует *бета отраслевого портфеля*.

Исследования Р. Леви в 1970-х гг. доказали, что для любой акции ее бета-коэффициент не является устойчивым во времени и поэтому не может служить точной оценкой будущего риска. С другой стороны, бета портфеля, состоящего даже из десяти случайно выбранных акций, достаточно устойчива и, следовательно, может рассматриваться в качестве приемлемой меры риска портфеля. Исследования компании Ibbotson Associates показывают, что величины бета компаний характеризуются большей волатильностью, чем отраслевые уровни, поэтому систематический риск, присущий конкретной компании, может быть достаточно хорошо аппроксимирован с помощью отраслевого показателя бета.

Рекомендуемый алгоритм для инвестора:

- определить отраслевую принадлежность компании;
- по справочникам найти среднюю отраслевую величину бета или бета портфеля, составленного из компаний данной отрасли (сектора экономики);
- «очистить отраслевой бета» от эффекта финансового рычага. Это типичная, обязательная корректировка, которую используют аналитики. Часто можно увидеть и более детальные подходы

к учету специфических характеристик компаний. Например, вводятся корректировки на размер, на временной горизонт предполагаемого инвестирования;

- скорректировать отраслевой бета с учетом структуры капитала анализируемой компании — «одеть финансовый риск на бета»;
- скорректированное значение применить в *САРМ*.

Компания Ibbotson Associates составляет с определенной периодичностью (раз в полгода) справочники (таблицы) по отраслевым бета согласно стандартной классификации отраслей экономики (*standard industry classification, SIC*). В рамках этой классификации компания относится к конкретной отрасли, если более 75% ее выручки приходится на соответствующий вид деятельности. Кроме того, таблицы Ibbotson Associates детализируются с учетом размеров компаний (чем меньше размер, тем выше при прочих равных значение бета), указывается медианное значение отраслевой бета, значения бета с учетом долгового финансирования и «очищенные значения» (*unlevered beta*). Указываются также скорректированные значения бета, чтобы исключить искажения, связанные с наличием большого числа интегрированных компаний (в которых велики доли других сфер деятельности).

Ряд других специализированных компаний уточняют алгоритм «отраслевого уровня» на отраслевые сектора (фактически проводят регрессионный анализ подотрасли применительно к экономике в целом). Цель — выделить индивидуальные риски подотрасли и рассчитать меру их систематического риска. На практике аналитики часто принимают отраслевой уровень за базу для оценки доходности сегментов внутри отрасли или же при отсутствии анализируемого сектора (отрасли) в специализированных таблицах принимают значение бета на уровне единицы (как среднерыночный риск).

Формулы, которые могут применяться для коррекции бета-коэффициента акций на финансовый риск (увеличение или уменьшение финансового рычага компании):

- формула Хамады для безрискового долга компании:

$$\beta_{lev} = \beta_u + \beta_u (D/E) (1 - T).$$

Эта формула чаще всего используется на практике, хотя имеет самые жесткие допущения;

- формула Фернандеса (2003) для компаний с рисковым долгом (уровень риска долга измеряется бета-коэффициентом долга), который поддерживается на определенном уровне по отношению к балансовой оценке собственного капитала:

$$\beta_{lev} = \beta_u + (\beta_u - \beta_d) \times D \times (1 - T)/BVE;$$

- формула Майлза и Иззелла (1985) для компаний с рисковым долгом и целевым финансовым рычагом, фиксируемым по рыночным оценкам (*MC* — рыночная оценка собственного капитала):

$$\beta_{lev} = \beta_u + (\beta_u - \beta_d) \times (D/MC) \times [K_d \times (1 - T)/(1 + K_d)];$$

- формула Модильяни и Миллера для компаний с заданным значением финансового рычага для каждого временного периода:

$$\beta_{lev} = \beta_u + (\beta_u - \beta_d) \times (D - VTS),$$

где *VTS* (*value of tax shield*) — приведенное значение налогового щита.

Поправка 2 — весовой переход к среднерыночному (единичному) значению. Исследования М. Блума [60, с. 785—796] показали, что с течением времени коэффициент бета портфеля финансовых активов приближается к единице, а внутренний риск компании — к среднерыночному. Это может быть объяснено тем фактом, что фирмы по мере своего роста становятся более диверсифицированными в продуктовом портфеле и клиентской базе. Как практическая рекомендация этого исследования появились корректирующие поправки к «сырому бета», полученному из регрессионного уравнения, увязывающего динамику рыночной доходности и наблюдаемой премии за риск выбранной акции (*OSL beta*). Наибольшей популярностью пользуется следующая поправка:

$$\beta_{Blume} = 0,67 \times (\beta_{OSL}) + 0,33 \times 1.$$

Такого типа корректировку осуществляют компании Bloomberg, ValueLine и вместо «сырого» бета показывают скорректированные значения (*adjusted beta*, *shrunk beta*). Веса 0,67 и 0,33 для различных акций рынка принимаются постоянными.

Оценка «книги» бета по компании «Лукойл» на базе индекса РСТ за период 1998—2002 г. (пяти- и 30-дневные отрезки наблюдений) дала следующие параметры (табл. 20.11).

Таблица 20.11

**Расчет бета-коэффициента НК «Лукойл» по данным
российского рынка капитала (1998—2002)**

«Книга» бета	Анализ ежедневной доходности	Анализ пятидневной доходности	Анализ тридцатидневной доходности
Альфа	0,0002	0,002	0,037
Бета	1,106	0,97	0,938

Окончание

«Книга» бета	Анализ ежедневной доходности	Анализ пятидневной доходности	Анализ тридцатидневной доходности
Коэффициент детерминации R^2	0,857	0,831	0,607
Скорректированная бета	0,7	0,6	0,6

Еще одной проблемой в применении однофакторной *SAPM* является игнорирование эффекта размера (*size effect*). Эффект размера присутствует на многих развитых рынках, что проявляется в демонстрации на длительном временном промежутке более высокой доходности малыми компаниями по сравнению с доходностью акций крупных. Впервые этот эффект исследовал Р. Бенц (1981) [55, с. 3—18]. Впоследствии было выявлено наличие эффекта не только по величине капитализации (когда премия за риск инвестирования в акции линейно отрицательно связана с логарифмом рыночной капитализации), но и по выручке, балансовой оценке собственного капитала, величине ежегодной прибыли. С 1990 года компания Ibbotson Associates ежегодно публикует данные о величине премии за размер. Для модели *SAPM* рекомендуется использовать уровень премии в диапазоне 3—5,3%, для кумулятивного построения — диапазон значений 6—8,5%.

Влияние размера на стоимость может быть оценено для локального рынка, например, рассматривая спред ставок по банковским кредитам крупной и малой компании. По исследованиям Л. Перейро [101, с. 330—370], такой метод оценки дает премию за размер в Великобритании на уровне 1,4—4,5%, а в Аргентине в период 1993—1997 гг. оценка получена на уровне 3%. В практических расчетах для компаний российского рынка средняя премия за размер публичных компаний часто принимается на уровне 3%.

Трехфакторная модель Фамы — Френча является наиболее популярной конструкцией расширения *SAPM*. Модель была впервые описана в работе Ю. Фамы и К. Френча в 1992 г. Формула для расчета требуемой доходности выглядит следующим образом:

$$k_t - k_{f_t} = a_t + \beta MRP + sSMB_t + hBMR_t,$$

где k — доходность исследуемого актива;
 k_f — доходность безрискового актива;

$k - k_f = ERP$ — искомая премия за риск данного актива;
 SMB_i — средняя премия за размер компании¹;
 BMR — средняя премия за высокое значение BE/ME на рынке²;
 β , s и h — коэффициенты чувствительности рассматриваемого актива (акции) к различным видам риска.

В эмпирическом тестировании модели SMB — это ежемесячная разница доходностей портфеля акций фирм с низкой и высокой капитализацией. Это соотношение представляет собой премию за размер. BE/ME трактуется как индикатор оценки рынком перспектив данной компании. Балансовая оценка собственного капитала (BE) является относительно постоянной величиной по сравнению с рыночной оценкой (ME), которая отражает настроение инвесторов. Таким образом, если рынок оценивает перспективы компании как неудовлетворительные, тогда ME сокращается и индикатор негативных ожиданий инвесторов растет. Если же рынок видит перспективы компании радужными, то ME растет и индикатор падает. Компании с высоким индикатором должны компенсировать негативные настроения большей доходностью.

При отсутствии возможности получить регрессионным методом значения β -коэффициента используется метод аналогов, или «восходящего бета». Суть метода расчета β -коэффициента компании на основе достоверных оценок по компаниям-аналогам — выявление отраслевой или базовой характеристики систематического риска схожих компаний и наложение на эту основу операционных и финансовых рисков, присущих рассматриваемой компании. Так как реализуется процесс уточнения («одевания базового бета»), то метод получил название «восходящего β -коэффициента» или метода «снизу-вверх» (*bottom-up*).

В методе используются несколько значений β -коэффициента:

¹ Ю. Фама и К. Френч для диагностирования среднерыночной премии построили два портфеля — на основании деления всех компаний выборки по размеру (большие и малые). При этом в качестве границы выбиралось медианное значение капитализации на NYSE. Значения капитализации выше медианного относили компанию к большим, ниже — к малым. Далее средняя доходность по портфелю крупных компаний сопоставлялась с доходностью портфеля малых компаний.

² Для разделения на основании соотношения BE/ME авторами было построено три портфеля с высоким, средним и низким значением данного коэффициента. Авторы взяли следующие соотношения: 30% компании для большого значения, 40% — для среднего, 30% — для малого. Значения премий рассчитывались как разность доходностей портфелей. Соответственно премия BE/ME рассчитывалась как разность доходностей построенных портфелей высокого и низкого рассматриваемого соотношения.

- «рычаговый β -коэффициент», который традиционно рассчитывается по компаниям-аналогам регрессионным методом (*leveraged beta*);
- «очищенный от финансового риска β -коэффициент», «безрычаговый β -коэффициент» (*unleveraged beta*);
- «базовый β -коэффициент», или « β -коэффициент вида деятельности», «отраслевой β -коэффициент» (*beta industrial*).

Рассмотрим, как применяется метод «восходящего β -коэффициента» для российской компании ОАО «Челябинский цинковый завод» (тиккер в базе Bloomberg — *CHZN*).

Шаг 1 — поиск компаний-аналогов. По базе Bloomberg подобраны компании в той же сфере деятельности и со схожим объемом деятельности (табл. 20.12). Более корректный подбор аналога должен учитывать: степень продуктовой и географической диверсификации, долю занимаемого рынка, структуру собственности (например, наличие государственной собственности), специфику платежеспособности контрагентов. Для выбранных компаний-аналогов по *CHZN* аналитики публикуют оценки β -коэффициента, полученные регрессионным (фондовым) методом. Для этих компаний также оценивается финансовый рычаг как отношение заемного капитала к рыночной оценке собственного и приводятся значения эффективной ставки налога на прибыль (*tax rate*).

Таблица 20.12

Выборка компаний-аналогов для ОАО «Челябинский цинковый завод» и показатели, позволяющие оценить меру систематического риска, 2005 г.

Компания-аналог	β -коэффициент, полученный фондовым методом	Финансовый рычаг D/E , %	Эффективная ставка налога на прибыль, %
Hindustan Zinc Limited	1,19	10,48	30,81
Huludao Zinc Industry Co-A	0,90	62,46	15,44
Korea Zinc Co LTD	1,00	140,19	47,02
Mitsui Mining & Smelting Co	1,26	56,63	12,99
Toho Zinc Co LTD	1,43	87,26	41,99
Kagara Zinc Limited	1,31	26,19	0,00
Outokumpu Oyj	1,74	116,07	8,00
Umicore	1,11	43,84	3,55
Средние значения (<i>average</i>)	1,24	67,89	19,98

Шаг 2 — «очищение» среднего значения бета-коэффициента. Это операция «разгрузки» среднего значения β -коэффициента на операционные и финансовые риски рассматриваемых компаний. Цель состоит в получении базового β -коэффициента. Это некая мера субстанции систематического риска, присущая всем компаниям данной сферы деятельности (отрасли). Корректировка в этом случае заключается в очищении β -коэффициента от финансового риска по формуле:

$$\beta_{\text{бэзр}} = \beta_{\text{ср}} / [1 + (1 - T) D/S],$$

где $\beta_{\text{бэзр}}$ — безрычаговый β -коэффициент;
 $\beta_{\text{ср}}$ — среднее значение β -коэффициента или значение по компании-аналогу с развитого рынка;
 T — ставка налога на прибыль;
 $D/S = D/BVE$ — финансовый рычаг.

При $T = 0,1998$ и $D/S = 0,6789$ $\beta_{\text{бэзр}} = 0,81$.

Шаг 3 — корректировка операционного риска. Данный риск может быть описан структурой издержек, точнее соотношением постоянных и переменных издержек. Чем больше доля постоянных издержек в компании, тем более нестабильна операционная прибыль во времени и при внешних подвижках на рынке. Ведь постоянные издержки (по повременной заработной плате, амортизационным отчислениям, налогам на имущество) компании придется нести вне зависимости от того, есть спрос на ее продукцию или нет, растет или падает цена на продукцию. Соотношение постоянных переменных издержек по отрасли составляет 0,55. Эта оценка (FC/VC) может быть подставлена в формулу корректировки, что позволит получить оценку базового β -коэффициента:

$$\beta_{\text{баз}} = \beta_{\text{бэзр}} / (1 + FC/VC) = 0,81 : 1,55 = 0,52.$$

Шаг 4 — расчет характеристик операционного и финансового риска. Финансовые показатели *CHZN* за 2005 г. представлены в табл. 20.13.

Таблица 20.13

Финансовые показатели ОАО «Челябинский цинковый завод» за 2005 г.

Показатели	Количество
Переменные расходы (VC), тыс. руб.	1 841 640,50
Постоянные расходы (FC), тыс. руб.	1 921 590,50
Операционный рычаг как FC/VC	1,04
Финансовый рычаг (соотношение заемного и собственного капитала)	0,12
Эффективная ставка налога на прибыль, %	21

Заметим, что операционный риск компании *CHZN* выше, чем отраслевой уровень (доля постоянных издержек выше). Естественно предположить, что и безрычаговое значение β -коэффициента также будет выше.

Шаг 5 — расчет β -коэффициента. Безрычаговый β -коэффициент равен базовому β -коэффициенту с корректировкой на операционный риск *CHZN*:

$$0,52 \times (1 + 1,04) = 1,06.$$

Рычаговый β -коэффициент, т.е. с учетом финансового риска, составит:

$$1,06 \times [1 + 0,12 (1 - 0,21)] = 1,16.$$

Итоговое рекомендуемое для расчета требуемой доходности значение β -коэффициента равно 1,16.

В финансовом управлении описанный алгоритм позволяет смоделировать, как будет меняться требуемая доходность по собственному капиталу при различных источниках финансирования, например при изменении структуры капитала. За базу могут быть взяты безрычаговое значение β -коэффициента и сложившаяся для компании эффективная ставка налога на прибыль (T). Изменяя финансовый рычаг (D/S), финансовый аналитик может увидеть, как в соответствии с формулой Р. Хамады меняется значение β -коэффициента:

$$\beta_p = \beta_{\text{безр}} [1 + (1 - T) D/S],$$

где β_p — рычаговый β -коэффициент.

При перемене значения β -коэффициента изменяется ставка доходности:

$$k = k_f + \beta_p MRP.$$

20.3. От глобальной *CAPM* к гибридным конструкциям

Для отдельных национальных рынков капитала (например, России) сохраняет актуальность вопрос корректности применения *CAPM* по данным локального рынка. Аналитики развитых рынков капитала доказывают, что для моделирования доходности инвестирования в малые страны Европы (Австрия, Швейцария) не обязательно проводить

анализ характеристик этих стран. Достаточно руководствоваться «глобальной версией *САРМ*» (*global CAPM, GCAPM*).

GCAPM — это конструкция формирования параметров модели *САРМ* для отдельной страны по данным глобального рынка капитала (обозначение — нижний индекс *g*). Безрисковая ставка ищется на базе информации глобального рынка (например, как усредненное значение доходности портфеля государственных облигаций стран наивысшего кредитного рейтинга). Рыночная премия за риск рассчитывается по данным глобального рынка. Бета-коэффициент оценивается регрессионной моделью по котировкам акций рассматриваемой компании локальной страны с глобальным индексом (например, S&P 500). Бета-коэффициент для закрытых компаний рассчитывается либо по методу аналогов, либо на базе отраслевого уровня, оцененного для портфеля компаний мирового рынка.

Исходя из глобальной версии *САРМ*:

$$k = k_{fg} + \beta_{fg} \times MRP_g,$$

где k — исследуемая ставка доходности компании;

k_{fg} — безрисковая ставка доходности на глобальном рынке;

MRP_g — рыночная премия за риск глобального рынка как разность между усредненной рыночной доходностью глобального рынка и средней безрисковой ставкой;

β_{fg} — бета-коэффициент акции как мера систематического риска финансового актива рассматриваемой компании, которая рассчитана по чувствительности доходности акций данной компании на локальном рынке по отношению к динамике доходности глобального фондового индекса.

Пример. Структура капитала компании такова, что 50% составляют собственные средства и 50% заемные. Безрисковая ставка глобального рынка равна 5%. Рыночная премия за риск оценена в 4,5%. Бета-коэффициент компании — 2. По модели *САРМ* стоимость собственного капитала оценена на уровне 14%, а требуемая доходность по заемному капиталу 10%. При отсутствии налога на прибыль величина *WACC* будет рассчитана следующим образом:

$$WACC = 13\% \times 0,5 + 10\% \times 0,5 = 7\% + 5\% = 12\%.$$

Риск и доходность инвестирования на развивающихся рынках имеют две компоненты: систематический риск относительно некоего приемлемого для инвестора портфеля и сохраняющийся несистематический риск. Причины сохранения несистематического риска могут быть разными, а именно:

- политические риски, когда результаты инвестирования будут существенно зависеть от политических факторов (преимущества курса при смене правительства, наличия конфликтов в среде элиты страны и т.п.);
- низкая ликвидность [57];
- малые размеры компаний, их низкая рыночная оценка и соответствующая высокая зависимость от внешней среды и спекулятивных поведений инвесторов [54].

Особенность развивающихся рынков — сегментированность (изолированность) от мирового рынка, т.е. наличие барьеров на движение капитала. Эти барьеры не позволяют инвестору диверсифицировать капитал и сохраняют специфические риски в ожидаемой доходности. В результате на локальном рынке складываются собственные закономерности формирования цен финансовых активов.

Для сегментированных рынков капитала (*segmented market*) с высокой ликвидностью фондового рынка и наличием информации для обоснования безрисковой ставки и рыночной доходности (наличие для инвестора возможности диверсифицировать на рынке капитал) приемлема так называемая национальная, или локальная, версия *CAPM*. Если данные локального рынка не отвечают требованиям полноценного анализа систематического риска (бета-акций), то локальная *CAPM* (*local CAPM*, *LCAPM*) не даст адекватной оценки доходности инвестирования. *LCAPM* — конструкция формирования параметров модели *CAPM* исключительно по данным локального рынка.

Таким образом, по локальной версии *CAPM*:

$$k = k_f + \beta_{ll} \times MRP_l,$$

где k_f — безрисковая ставка доходности на локальном рынке (как доходность суверенных бумаг);

MRP_l — рыночная премия за риск на локальном рынке как разность между усредненной рыночной доходностью рассматриваемого рынка и средней ставкой государственных ценных бумаг или депозитов высоконадежных банков;

β_{ll} — бета-коэффициент акции, рассчитанный регрессионным методом по индексу локального рынка или методом аналогов по регрессионным бета компаний-аналогов данного рынка.

Влияние сегментированности рынка на уровень требуемой доходности инвесторов исследовал К. Харви [77, с. 773—816; 78, с. 19—50]. В ряде его работ доказывается, что требуемая доходность инвестирования на сегментированных рынках будет выше, чем на интегриро-

ванных, так как инвесторы потребуют большей компенсации за то, что они несут локальный, идиосинкратический риск. Это положение предполагает, что любое увеличение в степени интеграции рынков капитала должно привести к снижению требуемой доходности инвесторов и затрат на собственный капитал компаний.

Р. Штульц (1999) [110, с. 8—25] предложил диагностирующие параметры, позволяющие включать в модель «риск — доходность» глобального инвестора премию за страновой риск (*country risk premium, CRP*). По его утверждению, глобальному инвестору следует учитывать две характеристики: степень интеграции рынков (наличие барьеров в движении капитала) и ковариацию доходности на локальном и глобальном рынках. Характеристика формальных и неформальных барьеров в движении капитала, наблюдаемых на сегментированных рынках, дана в работе А. Серра (2003).

В работе Бекарта и Харвея 1995 г. [56, с. 403—444] предлагается рассматривать требуемую доходность частично сегментированного рынка как взвешенную комбинацию оценок для глобального рынка и национального полностью сегментированного рынка. Веса должны зависеть от степени изолированности. Например, если уровень сегментации оценен по весовой шкале в w , а уровень открытости как $(1 - w)$, то результирующая доходность может быть представлена следующим образом:

$$k = w \times k_{glob} + (1 - w) \times k_{loc}.$$

Это простейший вариант моделирования доходности для сегментированных рынков.

На рисунке 20.4 систематизированы различные версии *SAPM*, используемые аналитиками для моделирования требуемой доходности акционерного капитала на развивающихся рынках¹.

Гибридные версии SAPM — это попытка интегрировать принципы ценообразования финансовых активов по *SAPM* с формируемыми с развитого рынка капитала данными и особые недиверсифицируемые риски развивающихся рынков. Трансформации подвергаются все параметры *SAPM*: безрисковая ставка, премия за рыночный риск, метод

¹ Модель Годфрида — Эспинозы [Godfrey — Espinosa, 1996] ориентируется на расчет бета-коэффициента и рыночной премии за риск по данным локального рынка с введением *CRP* в корректировку глобальной ставки безрисковой доходности. С целью избежания двойного учета риска в модель вводится корректировка премии за риск в виде множителя $(1 - R^2)$, где R^2 — коэффициент детерминации регрессионного уравнения, связывающего доходность компании на локальном рынке с изменчивостью *CRP*. Формула требуемой доходности компании принимает вид: $k_{GE} = (k_{gI} + CRP) + \beta_{II} \times (k_{mI} - k_{gI}) \times (1 - R^2)$.

обоснования бета. Часто за основу построения гибридных моделей берутся следующие данные:

MRP_{US} — рыночная премия за риск на рынке США (оценивается либо по историческим данным, либо гипотетическим методом как вмененная оценка);

β_g — бета-коэффициент высоколиквидных компаний-аналогов, рассчитанный по данным глобального рынка.

Ключевой параметр, требующий отражения по развивающимся рынкам, — не устранимый диверсификацией *политический* или *страновой риск*. Для корректного отражения странового риска следует выделить его факторы и понять степень влияния на отдельные компании и рынок в целом (поведение фондового индекса). Основные факторы странового риска России показаны на рис. 20.5.

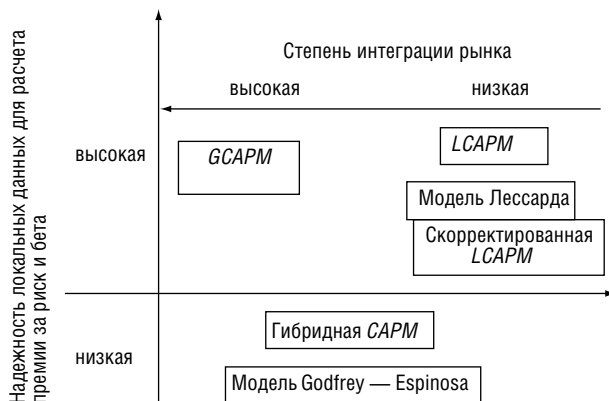


Рис. 20.4. Модификации *CAPM* в зависимости от степени интеграции и качества развития локальных рынков капитала

Страновая премия за риск количественно учитывает систематическое влияние политических факторов риска и рисков слабости фондового рынка для развивающихся экономик. Предполагается, что все оценки проведены в долларовом эквиваленте (цены акций в долларах для расчета доходности). Для применения к денежным потокам в валюте локального рынка требуется корректировка.

Для развитых рынков $CRP = 0$ (при интегрированности в глобальный рынок капитала и низкой корреляции с глобальным рынком). Для развивающихся рынков CRP может определяться по спреду доходности государственных ценных бумаг как локального, так и глобального рынка. Различают суверенный спред дефолта и типичный спред. *Типичный спред дефолта* отражает премию по государственным заим-

ствованиям к безрисковым инструментам мирового рынка как усредненную оценку, характеризующую определенный уровень кредитного риска страны.



Рис. 20.5. Страновой риск России

Простейший вариант корректировки локальной модели:

$$k_l = k_{fUS} + CRP,$$

где CRP — типичный спред дефолта.

Также CRP может встраиваться в рыночную премию или в премию за риск конкретного инвестиционного варианта. Эти версии будут прокомментированы далее.

На практике нашли применение четыре метода количественной оценки CRP : метод кредитного рейтинга, метод широкого инвестиционного рейтинга (типичный спред дефолта), метод фундаментальных факторов и метод относительной рискованности рынков акций (рис. 20.6).

Наиболее часто применяемый — метод кредитного рейтинга, строящий оценку на наблюдаемом страновом спреде риска дефолта (риска невыполнения государственных обязательств по заимствованиям). Необходимая информация — присвоенные кредитные рейтинги странам (например, агентствами S&P (табл. 20.15), Moody's, Fitch) и наблюдаемые различия в доходности по государственным заимствованиям на локальных рынках и рынку США. Метод исходит из положения, что доходность государственных облигаций может рассматриваться как непосредственная мера странового риска. Этот метод по сути отождествляет страновые риски и риск суверенного дефолта.



Рис. 20.6. Методы оценки CRP:

km — рыночная доходность; kf — безрисковая ставка на рынке.

Таблица 20.15

Суверенные рейтинги агентства S&P на начало 2006 г. для долларовых заимствований

AAA	США, Германия, Франция, Великобритания, Швейцария, Норвегия, Нидерланды, Австрия, Финляндия, Ирландия, Сингапур
AA+	Бельгия, Канада, Дания, Швеция
AA	Австралия, Италия, Испания, Тайвань, Бермуды
AA-	Япония, Португалия
A+	Исландия, Кувейт, Гонконг, Корея, Кипр
A	Китай, Словения, Мальта, Кипр, Ботсвана, Греция до 2010 г.
A-	Китай, Чили, Чехия, Венгрия, Эстония, Латвия, Литва, Израиль, Катар, Бахрейн, Малайзия
BBB+	ЮАР, Россия с августа 2006 г. по Fitch
BBB	Мексика, Россия с декабря 2005 г. по трем агентствам
BBB-	Польша, Казахстан, Россия с января 2005 г.
BB+	Египет, Сальвадор, Филиппины, ЮАР, Россия до 2005 г.
BB	Колумбия, Индия, Панама, Марокко, Гватемала, Коста-Рика
BB-	Вьетнам, Болгария, Перу, Уругвай, Бразилия
B+	Украина, Боливия, Румыния, Сенегал, Ямайка
B	Венесуэла, Монголия, Парагвай
B-	Ливан, Турция, Суринам
CCC+	Эквадор
SD	Аргентина, Индонезия

Заметим, что в начале 2004 г. агентство S&P подняло страновой рейтинг России в иностранной валюте до ВВ+ (в национальной валюте рейтинг выше — ВВВ–), аналогичный рейтинг ВВ+ (на одну позицию ниже инвестиционного) был выставлен и французским агентством Fitch. 8 октября 2003 г. агентство Moody's присвоило России рейтинг инвестиционного класса Вaa3 (впервые за историю выставления России инвестиционных рейтингов). В 2005 году инвестиционный рейтинг был присвоен России тремя крупнейшими рейтинговыми компаниями: S&P, Fitch, Moody's (уровень ВВВ–). В августе 2005 г. агентство Fitch повысило долгосрочный рейтинг в иностранной и национальной валюте с уровня ВВВ– до ВВВ. Аналогичное повышение по Moody's в октябре 2005 г. (до Вaa2), по S&P до ВВВ — в декабре 2005 г. В июле 2006 г. агентство Fitch повысило долгосрочный рейтинг в иностранной и национальной валюте с уровня ВВВ до ВВВ+. Доходность еврооблигаций «Россия-30» составила 6,178%. Спред к казначейским облигациям США составил 106 базисных пунктов.

Метод кредитного рейтинга задания *CRP* строится на следующем алгоритме:

- по странам рассчитывается суверенный спред риска дефолта:

$$\text{Суверенный спред} = \text{Доходность государственных долларовых облигаций локального рынка} - \text{Доходность казначейских облигаций США};$$

- систематизируется информация по присвоенным страновым кредитным рейтингам (табл. 20.15). Суверенный спред дефолта, как правило, отличен по странам с одним значением рейтинга;
- рассчитывается типичный (усредненный) спред дефолта. Типичный спред — оценка усредненного значения суверенного спреда по странам с одинаковым рейтингом. Например, если по странам Бразилия и Перу рейтинг S&P составляет ВВ–, а суверенные спреды равны соответственно 423 и 502 базовым пунктам, то типичный спред дефолта по рейтингу ВВ– будет принят на уровне 4,63;
- метод рейтинга предполагает задание *CRP* по значению типичного спреда. Например, для страны с рейтингом ВВ– премия за страновой риск будет рекомендована на уровне 4,63%;
- так как суверенные спреды постоянно меняются, отражая изменения макроэкономических параметров (спреды повышаются во время спада и понижаются в периоды экономического подъема), то ряд агентств рассчитывает устойчивые типичные спреды, сохраняющие значимость на относительно длительном

временном промежутке. Эти спреды позволяют построить таблицу зависимости спреда от рейтинга страны (табл. 20.16). Одним из вариантов нахождения такой зависимости спреда от рейтинга являются регрессионные оценки по прошлым данным. Например, может использоваться регрессия спреда по отношению к экономическому росту:

Спред дефолта рейтинга $BBB = 0,47 - 0,04 \times \text{Реальный рост ВВП в \% по стране}$.

При реальном росте на уровне 7% спред дефолта находится на уровне 2%. В периоды повышения экономического роста он будет сокращаться по данному рейтингу.

Таблица 20.16

**Страновые поправки с учетом кредитного рейтинга страны
(для низких кредитных рейтингов — развивающиеся страны)
на начало 2005 г.**

Страновой рейтинг	Поправка к <i>CRP</i> США (метод типичного спреда) (на 2003 г. <i>CRP</i> = 5,5% на длительном отрезке времени + ...) (на 2005 г. <i>CRP</i> = 4,8% на длительном отрезке времени + ...)
AA	0,75%
A+	1,25%
BBB+	1,5%
BBB	1,7—2%
BBB–	2,5%
BB+	3%
BB	3,5%
BB–	4%
B	5%

Пример. Если компания *A* осуществляет свою деятельность в стране с кредитным рейтингом BBB и фондовый индекс страны не отражает широкую диверсификацию портфеля, то для задания *CRP* может применяться метод поправок с учетом табл. 20.16.

Пусть безрисковая доходность на рынке функционирования компании *A* — 10%, бета-коэффициент аналогичной компании в США равен 1,1 (компания в той же отрасли, идентична структура издержек, финансовый рычаг, т.е. можно принять за полный аналог). Требуемая доходность по собственному капиталу компании *A* равна:

$$k_s = 10\% + 1,1 \times (5,5\% + 2\%) = 18,25\%.$$

В данном примере *CRP* корректируется на коэффициент бета, т.е. предполагается, что факторы странового риска не одинаково действуют на компании местного рынка.

Анализ страновых рейтингов и спреда доходности по государственным заимствованиям позволяет сделать интересные выводы по требуемой доходности компаний. Так, по двум аналогичным компаниям Польши и Болгарии (например, газораспределительные сети) требуемая доходность польской компании будет на два процентных пункта меньше, чем болгарской.

Недостаток метода кредитного рейтинга — акцентирование внимания только на кредитных рисках страны, хотя факторов специфического странового риска инвестирования в собственный капитал гораздо больше. Результат такого подхода — занижение *CRP*. Для глобального инвестора, выбирающего из множества инструментов по странам, этим недостатком можно пренебречь. Для сегментированных рынков, а также для отражения большего числа факторов странового риска требуется модификация. Например, можно ввести оценку изменчивости локального фондового рынка по отношению к суверенным заимствованиям. Логика такой модификации строится на превышении странового риска инвестирования в акции над страновым риском инвестирования в облигации.

Формула модифицированной *CRP* на базе метода рейтинга:

$CRP = \text{Суверенный спред дефолта локального рынка} \times (\sigma \text{ фондового рынка} / \sigma \text{ государственных облигаций}) \text{ локального рынка.}$

Стандартное отклонение рассчитывается в годовом исчислении по ценным бумагам (государственным облигациям и акциям) в долларовом эквиваленте.

Пример. Венесуэла в начале 2002 г. по шкале агентства Moody's имела рейтинг B2 и суверенный спред дефолта 538 базовых пунктов. По оценкам за 2001 г. стандартное отклонение фондового индекса акций страны (использовались дневные данные) в годовом исчислении составило 33%, а стандартное отклонение оцененных в долларах государственных облигаций — 16%. Модифицированная *CRP* для Венесуэлы на базе метода рейтинговой оценки составит:

$$5,38\% \times (33 : 16) = 11,1\%.$$

Данная оценка предполагает отсутствие возможности диверсифицировать страновые риски из-за высокой сегментированности рынка Венесуэлы.

Применение этого метода для российского рынка при спреде дефолта в 430 базисных пунктов на 2002 г. и стандартном отклонении в 35% (по индексу РТС) даст оценку *CRP*:

$$4,3\% \times (35 : 16) = 9,4\%.$$

При снижении спреда к началу 2004 г. до 280—300 базисных пунктов *CRP* по России составит 6,1%.

Использование в качестве информационной базы анализа индекса ММВБ даст несколько иную оценку из-за пониженного значения стандартного отклонения (24% в годовом исчислении).

Второй, третий и четвертый методы оценки *CRP* на рис. 20.6 пытаются преодолеть недостаток, связанный с игнорированием инвестирования в собственный капитал. Второй метод задания *CRP* исходит из предоставляемых аналитическими и информационными агентствами численных (балльных) оценок риска по странам, охватывающих большее число анализируемых факторов, чем риск дефолта (по которым строятся кредитные рейтинги). Преимуществом этих оценок является их большая оперативность и учет защищенности позиции инвесторов на локальном рынке.

Для глобальных инвесторов, использующих вложения на разных рынках, страновой риск может быть оценен по волатильности локального рынка по отношению к развитому рынку, например США. На таком включении в анализ относительного риска инвестирования строится четвертый метод. Более высокое стандартное отклонение цен акций локального рынка должно для глобального инвестора компенсироваться более высокой страновой доходностью, что и отразит *CRP*. Такой подход предполагает, что чем больше относительная волатильность локального рынка, тем выше премия за средний риск инвестирования на этом рынке. Четвертый метод задания *CRP* строится на базе анализа относительной рискованности показателей волатильности локального (σ_{lo}) и глобального рынков (σ_G).

Формула расчета премии за средний риск инвестирования в акции:

$$\begin{aligned} CRP \text{ на локальном рынке} &= CRP \text{ развитого рынка} \times \text{относительная} \\ &\text{волатильность} = CRP \text{ развитого рынка} \times (\sigma \text{ фондового локального} \\ &\text{рынка} / \sigma \text{ фондового рынка США}), \end{aligned}$$

где $\sigma_G = \sigma_{US}$ — показатель волатильности глобального рынка.

Стандартное отклонение фондового рынка США составляет порядка 20% (оценка в годовом исчислении). σ_{loc} — стандартное отклонение

цен акций в долларовом исчислении на локальном рынке, показывающее риск инвестирования в акции страны. Оценки для развивающихся рынков находятся в диапазоне 30—45%.

Стандартные отклонения дневных доходностей индексов и расчет относительного отклонения по российскому рынку в динамике показаны в табл. 20.17.

Таблица 20.17

Средняя волатильность дневной доходности по страновым индексам (сигма, σ), %

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ММВБ (Россия) MICEX	2,92	2,11	1,66	1,94	2,17	1,51	2,41	1,53	4,52	3,17
RTSI (Россия, по котировкам в дол. США)	3,20	2,28	1,88	1,92	1,88	1,27	2,02	1,39	4,17	3,09
S&P 500 (США)	1,40	1,36	1,64	1,07	0,70	0,65	0,63	1,01	2,58	1,86
SSE Composite (Китай)	1,32	1,33	1,46	1,09	1,27	1,32	1,30	2,17	2,82	1,99
BSE Sensex (Индия)	2,15	1,72	1,10	1,16	1,63	1,09	1,64	1,55	2,86	2,37
Vovespa (Бразилия)	2,08	2,10	2,08	1,52	1,80	1,57	1,53	1,73	3,29	2,01
Относительная волатильность для российского рынка (σ российского рынка/ σ S&P)	2,29	1,68	1,15	1,79	2,68	1,54	3,2	1,37	1,62	1,66

Таким образом:

$$CRP = CRP \text{ на локальном рынке} - CRP \text{ на развитом рынке} = (km - kf)_{US} \times ((\sigma_{loc}/\sigma_{US}) - 1).$$

Данный метод показывает хорошие оценки, но имеет один существенный недостаток, связанный с характеристикой анализируемых фондовых рынков, — игнорирование рыночной ликвидности. При низкой ликвидности фондового рынка стандартное отклонение локального рынка может оказаться заниженным, что приводит к недооценке *CRP*. По сути, метод исходит из сходной ликвидности по локальному рынку и рынку США. Развитием метода может стать введение поправок на ликвидность рынка.

Пример. Риск инвестирования в акции компаний Венгрии выше, чем инвестирование на рынке США, о чем можно судить по значению годового стандартного отклонения венгерских акций, равно-

го 38% (что превышает оценку для акций США в 20%). Принимая *CRP* на рынке США в 5,5% и не делая поправок на низкую ликвидность венгерского рынка, премия за средний риск инвестирования в компании Венгрии составит:

$$5,5\% \times (38 : 20) = 10,45\%.$$

При этом *CRP* Венгрии по методу относительных рисков составит 4,95%.

Три принципиальных варианта применяются для включения *CRP* (как еще одного индикатора рыночного риска сегментированного рынка) в оценку требуемой доходности: в корректировку безрисковой доходности, в корректировку рыночной премии за риск и отдельный учет с фактором влияния лямбда.

Простейший вариант применим к ситуации, когда все компании страны одинаково подвержены страновому риску:

$$k = k_{fUS} + CRP + \beta \times (km - kf)_{US},$$

где k — требуемая доходность локального рынка.

Второй вариант расчета требуемой доходности локального рынка учитывает воздействие на компанию странового риска аналогично рыночному риску (другим факторам):

$$k = k_{fUS} + \beta \times (CRP + (km - kf)_{US}).$$

Влияние странового риска зависит от величины систематического риска компании:

$$k = k_{fUS} + \beta_g \times (CRP + MRP_{US}).$$

Предполагается, что страновой риск по компании пропорционален рыночному риску.

На особенности различного влияния политического риска на доходности отдельных акций и инвестиционных активов обращали внимание многие исследования [51, с. 541—563]. Попыткой модельно отразить это влияние является двухфакторная модель Дамодарана с параметром лямбда [62, с. 63—75]:

$$k = k_{fUS} + CRP \times \lambda + B_{GG} \times MRP_{US},$$

где λ — оценка чувствительности компании к факторам странового риска.

Влияние на компанию странового риска не совпадает с действием других факторов рыночного риска:

$$k = k_{fUS} + \beta \times (km - kf)_{US} + CRP \times \lambda.$$

Показатель лямбда — мера чувствительности компании к факторам странового риска. Он может оцениваться по доли деятельности на внутреннем рынке или по корреляции акций компании относительно государственных облигаций. Рекомендуемая оценка:

$$\lambda = \frac{\text{Доля доходов анализируемой компании на внутреннем рынке}}{\text{Доля доходов на внутреннем рынке средней компании страны}} =$$

Первый вариант задания лямбда акцентирует внимание на объеме операций компании на внутреннем (локальном) рынке. Чем больше объем операций, тем больше подверженность страновому риску. Для вычисления меры риска доля «внутренних» операций компании сопоставляется со средней долей типичной компании страны. Например, для российских компаний оценкой может выступать доля экспорта (*Ex*):

$$\lambda = \frac{(1 - Ex \text{ анализируемой компании})}{(1 - Ex \text{ средней компании страны})}.$$

Принимая долю экспорта по средней компании за 10%, получаем, что компании нефтяного сектора получают оценку лямбда в диапазоне 0,4—0,5. Эта оценка не учитывает риски претензий регулирующих органов, и для компаний, подпадающих под регулирующие меры, следует вводить еще одну поправку.

Второй вариант предполагает построение двух регрессий: линейной регрессии доходности акции анализируемой компании по доходности суверенных государственных облигаций и регрессии фондового индекса страны по суверенным государственным облигациям. Регрессия (угол наклона) по компании позволит получить индивидуальную оценку странового риска компании, т.е. оценку чувствительности данной компании к факторам странового риска. В этом случае:

$$\lambda = \frac{\text{Соотношение углов наклона регрессий по анализируемой компании и по средней компании страны}}{\text{Соотношение углов наклона регрессий по анализируемой компании и по средней компании страны}}.$$

Модель Лессарда [88, с. 52—63] учета разной волатильности рынков. Исходная информационная база — финансовый рынок США. Такой метод моделирования доходности использует, например, российская инвестиционная компания «АТОН».

$$k = k_{fUS} + CRP + B_{US} \times (B \times MRP_{US}),$$

где B_{US} — бета аналога по американским компаниям;

B — соотношение рисков по двум рынкам: отношение волатильности локального рынка к рынку США (отношение стандартных отклонений доходностей фондовых индексов). Например,

$$B = \sigma_{\text{PTC}} / \sigma_{\text{S\&P}}$$

Такая модификация связана с тем, что расчет CRP по спреду доходности количественно отражает наличие страновых факторов риска в заимствованиях, но не в привлечении собственного капитала, который является более рискованным. Встраивание странового риска в виде спреда дефолта занижает уровень требуемой доходности по акциям локального рынка.

Скорректированная локальная модель CAPM (adjusted local CAPM, AL-CAPM) Л. Перейро (2001) [101, с. 330—370] — для устранения двойного учета риска в модели Лессарда:

$$k = k_{fG} + CRP + B_{Li} \times MRP_L \times (1 - R^2).$$

Страновые факторы риска отражены в CRP , которая корректирует безрисковую ставку глобального рынка и в рыночной премии за риск (MRP_L), оцениваемой по данным локального рынка. Без поправочного коэффициента имеет место двойной учет рисков. Поэтому вводится корректирующий множитель $(1 - R^2)$, устраняющий эту проблему. R^2 — коэффициент детерминации регрессионного уравнения между локальным рынком акций и страновым риском, т.е. доля волатильности локального рынка, которая объясняется страновым риском.

Значения $(1 - R^2)$ по развивающимся странам различны и колеблются от 0,56 (Аргентина) до 0,79 (Турция). Для российского рынка расчетное значение на 2006 г. составляет 0,44.

Модель Годфрида — Эпинозы [76, с. 80—89]:

$$k = k_{fUS} + CRP + 0,6 \times (B \times MRP_{US}),$$

где B — соотношение рисков по двум рынкам — отношение волатильности локального рынка к рынку США (отношение стандартных отклонений).

Этот параметр соответствует модели Лессарда. Корреляция между рынками предполагается равной единице. Коэффициент детерминации волатильности рынка акций относительно странового риска по заимствованиям предполагается постоянным на уровне 0.6 (это аналог $(1 - R^2)$ скорректированной локальной модели).

Скорректированная гибридная модель CAPM (adjusted hybrid CAPM, AH-CAPM) Л. Перейро (2001). Цель корректировок — устранение двойного учета странового риска в модели. Используется произведение двух бета-коэффициентов:

$$k = k_{fG} + CRP + B_{LG} \times B_{oG} \times MRP_G \times (1 - R^2),$$

- где B_{LG} — бета страновое как угол наклона регрессии локального рынка акций к глобальному;
- B_{oG} — среднее значение безрычагового бета-коэффициента по сопоставимым компаниям на глобальном рынке (компания-аналоги), может использоваться и бета-коэффициент локального рынка;
- R^2 — коэффициент детерминации регрессионного уравнения между локальным рынком акций и страновым риском, т.е. доля волатильности локального рынка, которая объясняется страновым риском (вводится для устранения двойного учета риска). Рынок США может использоваться как аппроксимация глобального рынка.

Контрольные вопросы

1. Что понимается под стоимостью заемного капитала и на базе какой информации может быть оценена эта величина?
2. Почему учетный метод оценки требуемой доходности по заемному капиталу может привести к ошибкам в аналитике?
3. Как применяется метод кредитного рейтинга? Какие крупнейшие агентства помогают аналитикам в решении задачи обоснования ставки заимствования?
4. Какие показатели чаще всего используются при построении синтетического кредитного рейтинга?
5. Как правильно оценить стоимость заемного капитала компании, котирующей облигации на финансовом рынке?
6. Как по волатильности цен акций можно оценить кредитный риск компании?
7. Как обосновываются параметры *SAPM* с учетом несовершенств рынка и требованием учета перспектив их развития?
8. Чем типичный спред дефолта отличается от странового? Где в аналитике используются эти показатели?
9. Как могут быть обоснованы параметры *SAPM* (безрисковая ставка, рыночная премия за риск, регрессионный бета-коэффициент по фондовому индексу страны, например, РТС или ММВБ) для моделирования доходности российских компаний?
10. Как глобальный инвестор подходит к оценке риска вложения в акционерный капитал той или иной компании, работающей на сегментированном рынке? Какую премию за риск он требует?
11. Как рассчитывается относительная волатильность фондовых рынков? Где используется этот показатель?
12. Почему может быть неверным использование значения *WACC* для компании при оценке ее отдельных инвестиционных проектов?

Методы обоснования структуры капитала

21.1. Понятие «структура капитала». Источники финансирования

Три вопроса традиционно встают перед финансовым менеджером при рассмотрении источников финансирования.

- Какова структура капитала компании, которая максимизирует справедливую рыночную стоимость?
- Какие заемные средства целесообразнее привлекать компании в долгосрочной перспективе с учетом стратегии развития и на данный момент времени?
- Когда есть смысл переходить в разряд публичных компаний, т.е. предлагать доли собственного капитала всем заинтересованным инвесторам?

Величину заемного капитала в относительном выражении принято обозначать в терминах «финансовый рычаг» (*FL*) или «долговая нагрузка».

Предприятия используют разные источники финансирования основного и оборотного капитала: нераспределенную прибыль и вклады собственников (это элементы собственного капитала), банковские займы и ссуды, облигационные займы, векселя, заимствования у нефинансовых организаций, бюджетные источники. С точки зрения финансового управления, работа на тех или иных источниках финансирования порождает плату за эти элементы привлекаемого капитала. Чем больше плата за капитал, тем меньше остаточная (экономическая) прибыль и менее инвестиционно привлекательной является компания. Задача финансового управления — минимизировать затраты по использованию имеющихся и привлечению новых источников финансирования.

В финансовом менеджменте принято различать два термина, относящихся к финансовой политике компании: «структура источников финансирования» (структура пассивов в учетном представлении) и «структура капитала».

Структура источников финансирования традиционно фиксируется по информации из финансового учета и отчетности и отражает сложившиеся на текущий момент времени пропорции между различными элементами собственного капитала и обязательствами. Термин «*структура капитала*» относится к стоимостной финансовой аналитике и отражает соотношение между источниками финансирования, используемыми на постоянной основе в соответствии со стратегией фирмы. В академической литературе эти соотношения по публичным компаниям фиксируются по рыночной оценке.

Под структурой капитала понимаются веса используемых на постоянной основе платных источников финансирования, которые обеспечивают компании конкурентоспособное функционирование на рынке. Традиционно в мировой практике к структуре капитала относят веса собственного и долгосрочного заемного капитала (долгосрочные обязательства) (*long term debt, LTD*). Следовательно, как теоретически правильное признается только такое выражение для финансового рычага:

$$FL = \frac{LTD}{LTD + MC},$$

где MC — рыночная капитализация.

Однако специфика функционирования развивающихся рынков капитала (включая страны с переходной экономикой) вносит коррективы в это определение. Так как неразвитость финансового рынка порождает отсутствие формально долгосрочных источников финансирования (фиксируемых в финансовой отчетности), то в понятие «капитал» попадают также краткосрочные заемные источники, которые компания использует на постоянной основе (например, пролонгируемые краткосрочные банковские ссуды). Поэтому общий привлеченный капитал компании формируется из собственного капитала, долгосрочных займов и используемых на постоянной основе краткосрочных источников (обычно платных), в которые может попасть и неснижаемая кредиторская задолженность. Так как часто рыночные данные отсутствуют, то соотношения элементов капитала фиксируются по балансовым оценкам. Это так называемая учетная структура капитала (учетный финансовый рычаг):

$$FL = \frac{LTD + STD}{BVD + BVE},$$

где STD — краткосрочные кредиты и займы;

BVD — заемный капитал по балансу (платные заемные источники финансирования по балансу);

BVE — балансовая оценка собственного капитала.

Различия в использовании финансового рычага по странам демонстрирует табл. 21.1.

Таблица 21.1

Структура капитала по странам на временном горизонте 1995—2002 гг. по развитым странам, 2001—2005 гг. — по развивающимся (страны Восточной Европы) и 2001—2005 гг. — по Украине и России

Страна	Соотношение долгосрочного займа и всего капитала компании, %	Учетный финансовый рычаг как отношение всех обязательств ко всей величине активов, %	Количество фирм в выборке
США	37	58	2 580
Велико-британия	28	54	608
Германия	38	73	191
Канада	39	56	318
Франция	48	71	225
Италия	47	70	118
Япония	53	69	514
Польша	40	59	10 933
Словакия	30	59	1 312
Чехия	28	61	7 374
Болгария	12	59	13 189
Венгрия	5	62	7 923
Россия	13	30	230
Украина	7	22	48

Текущая структура капитала — сложившиеся на данный момент веса постоянно используемых элементов капитала. Структура капитала фиксирует требования со стороны ключевых владельцев финансового капитала к ее активам (иначе говоря, к отдаче по ее основному и оборотному капиталу). Эти требования накладывают отпечаток на принимаемые в компании инвестиционные и другие решения, могут существенно ограничивать возможности развития (темпы роста, направления инвестирования). Поэтому при сопоставлении выгод и недостатков различных источников финансирования финансовая служба должна сформировать предложения по приемлемой для компании (прежде всего для ее финансовых стейкхолдеров) структуре капитала.

Заемный капитал компании из-за меньшего риска, который принимают его владельцы, является более дешевым. Привлекая дешевый заемный капитал (например, краткосрочные банковские займы) или увеличивая неснижаемый остаток кредиторской задолженности, предприятие экономит на процентных платежах и увеличивает прибыль. Однако это не означает, что неограниченное увеличение заемных источников финансирования и наращивание наиболее дешевых элементов — благо для компании (для ее финансовых и нефинансовых инвесторов). Увеличение заемного капитала увеличивает риски как владельцев заемного капитала, так и собственного, а также риски работников, контрагентов и других заинтересованных групп. Увеличение риска порождает более высокие требования по отдаче на капитал. Кроме финансовых ограничений кредиторы часто начинают накладывать на компанию нефинансовые требования (ограничивать выплаты дивидендов, инвестиционную программу и т.п.).

Главная задача финансового управления при формировании структуры капитала компании — достичь оптимального соотношения между риском и доходностью. Такое соотношение должно обеспечить максимизацию справедливой рыночной стоимости бизнеса, а значит (при определенных условиях), и рыночную оценку акционерного капитала (акции). Текущая структура капитала может быть не оптимальной, т.е. не обеспечивать при равенстве всех других факторов максимизацию рыночной стоимости бизнеса.

Оптимальная структура капитала — комбинация постоянно используемых источников финансирования, максимизирующая рыночную стоимость бизнеса, т.е. она гармонизирует интересы всех заинтересованных в функционировании компании на рынке сторон. Оптимальная структура капитала не является застывшей величиной. Эта комбинация меняется во времени вместе с изменением макроэкономических и отраслевых условий функционирования компании (делового цикла в экономике, конкуренции в отрасли), а также подвижек в интересах собственников и менеджеров. Поэтому в каждый момент времени существует как текущая, так и целевая структура капитала, которая отражает видение руководства компании по движению к оптимальной структуре (степень приближения и скорость достижения).

Самым дорогим *источником финансирования* для компании является собственный капитал. Дороговизна собственного капитала связана с высокой требуемой доходностью (по сравнению с кредиторами) его владельцев. Более высокая доходность, требуемая собственниками, объясняется большим риском, который они принимают на себя. Этот риск принято называть инвестиционным. Принятие большего риска может быть продемонстрировано несколькими аргументами:

- плата за собственный капитал явно не обозначена и не гарантируется теми или иными ценностями (активами) или иными условиями (поручительством и т.п.);
- текущая плата за капитал (например, дивиденды) формируется по остаточному принципу (сначала компания рассчитывается со всеми другими заинтересованными сторонами);
- в случае банкротства компании владельцы собственного капитала могут претендовать на активы компании в последнюю очередь.

21.2. Финансовые решения и выгоды акционеров: учетный подход

Работа на заемном капитале многообразно проявляется в традиционно фиксируемых финансовых показателях компании. Введем обозначения и оговорим терминологию. Соотношение собственных и заемных средств получило название *финансового рычага*. Обозначим величину собственного капитала через E (*equity*), заемного капитала — через D (*debt*), всего капитала по балансовой оценке — через CE (*capital employed*). Напомним, что речь идет о постоянно используемых источниках финансирования активов компании, спонтанные, разово привлекаемые источники в анализе не участвуют. Весь капитал, фиксируемый по рыночной оценке, часто обозначается через V . Количественное выражение рычага может фиксироваться по-разному: CE/E , D/E , D/CE , D/V .

Для компании, которая работает на заемном капитале, или, как говорят на профессиональном финансовом языке, является «рычаговой», наблюдаются следующие особенности.

В тех компаниях, где имеет место финансовый рычаг, показатель доходности собственного капитала (ROE) превышает доходность активов (ROA^1). При любой величине финансового рычага и любой ставке процента по займам это соотношение будет выполняться, что зачастую вводит в заблуждение неискушенного инвестора. Ловушка заключается в том, что на самом деле не любой заемный капитал выгоден для собственника. Его выгоды возникают только при определенных соотношениях между доходностью деятельности и процентной ставкой по займам. Однако сопоставление традиционно фиксируемых коэффициентов ROE и ROA не позволяет выявить условия нецелесообразности работы на заемном капитале. Потребуется показатель

¹ Как отношение чистой прибыли к активам.

отдачи на инвестированный (или вложенный) капитал — $ROCE$. Напомним, что показатель $ROCE$ рассчитывается на базе посленалоговой операционной прибыли, т.е. суммы чистой прибыли (NI), процентов по заемному капиталу (I) и эффектов налогового щита по заемному капиталу (IT):

$$NOPAT = NI + I + IT = EBIT(1 - T),$$

$$ROCE = NOPAT/CE,$$

где T — ставка налога на прибыль компании.

Зависимость доходности собственного капитала и операционной доходности на вложенный капитал выражает следующая формула:

$$ROE = ROCE + (ROCE - k_d) D/E,$$

где k_d — посленалоговая ставка заимствования, которая равна произведению требуемой доходности по заемному капиталу на выражение $(1 - \text{ставка налога на прибыль})$.

Именно это соотношение в рамках бухгалтерского видения (без учета рисков) позволяет ответить на вопрос: выгоден ли для собственника заемный капитал?

Второе слагаемое выражения доходности собственного капитала $((ROCE - k_d) D/E)$ получило название *эффекта финансового рычага*. При определенных условиях увеличение заемного капитала обеспечивает рост эффекта финансового рычага, повышает отдачу на собственный капитал и ведет к росту цены акции. Таков традиционный (учетный) подход к трактовке выгод заимствования.

Из ключевого выражения факторов, влияющих на ROE , видно, что собственники получают выгоду в виде более высокой доходности, только если удастся привлечь заемный капитал по ставке не выше чем операционная доходность на вложенный капитал, т.е. если $ROCE > k_d$. Значение требуемой доходности по займам и фиксируемая ставка заимствования могут быть равны или даже выше, чем доходность, которую получает компания по вложенному капиталу. Налоговые выгоды заимствования могут нивелировать эти превышения. Важно, чтобы с учетом налогового щита средняя ставка по займам, на которых работает компания, не превышала $ROCE$. Это условие создания дополнительной доходности у собственников. Это первая проверка, которая должна быть сделана для диагностирования качества финансовой работы в компании. Одна из основных задач финансовой службы — отслеживать изменения и выявлять подвижки в ставках процента на рынках капитала, рефинансировать займы с целью снижения платы

за используемый капитал. Один из часто применяемых инструментов у российских компаний — комбинирование заимствований на российских и зарубежных рынках, банковских и облигационных займов.

Особенность диагностики финансового рычага на российском рынке — наличие ограничений на налоговый щит (налоговые льготы возникают только по ставкам заимствования, не превышающим ставку рефинансирования ЦБ РФ, увеличенную на коэффициент 1,1¹). Формула для расчета эффекта финансового рычага принимает вид:

$$DFL = [ROCE - k_{dn} (1 - T) - (k_d - k_{dn})] \times D/S,$$

где k_{dn} — нормативная ставка процента по заимствованиям;
 S — значение собственного капитала (по рыночной или по балансовой оценке).

Из ключевого выражения следует, что если собственники заинтересованы в росте показателя *ROE*, то у них имеется три рычага влияния, два из которых финансовые.

На практике предприятия часто ограничивают величину заемного капитала с учетом сложившихся за многолетнюю историю успешных компаний пропорций. Эти «нормальные пропорции» позволяют сохранять возможность расплатиться по обязательствам и не создать для кредитора и других заинтересованных лиц (например, персонала) озабоченность по поводу будущего фирмы. Существуют «приемлемые» пропорции как по отношению к величине активов или задействованному капиталу, так и к другим базовым финансовым показателям деятельности.

Так, ОАО «РЖД» фиксирует целевое соотношение долга к выручке. До 2009 г. в финансовый план было заложено поддержание долга на уровне 10% выручки, далее допускался рост долга и изменение пропорции до уровня 24%.

Для ритейлеров приемлемым является доля чистого долга в выручке не более 20%. Те компании, которые работают на более высоком финансовом рычаге (например, ТД «Копейка», сеть «Вестер» (Калининград), сеть «Незабудка» (Челябинск)), сталкиваются с большими проблемами в реализации планов роста и вынуждены вести особую работу с инвесторами, убеждая их в надежности компании. Часто мажоритарные собственники вынуждены предоставлять гарантии личным капиталом (как это имело место в 2007 г. по собственнику «Копейки» Н. Цветкову). Вариантами решения проблемы высокого кредитного

¹ В период финансовой нестабильности на глобальном рынке капитала в 2008—2010 гг. коэффициент был поднят до 1,5, так как процентные ставки существенно выросли.

риска («ремонта долгового баланса») менеджмент предприятия рассматривает: продажу непрофильных активов; рефинансирование долгов с целью удлинения срока обращения и снижения стоимости; продажу на открытом рынке или стратегическим инвесторам части собственных акций.

Еще один ориентир для формирования целевого уровня долга — величина денежных средств, доступных для погашения обязательств (как процентов, так и самого долга). Наиболее часто для оценки риска невозможности обслуживать долги применяют показатель операционной прибыли *EBIT*. Более корректными показателями являются *EBITDA* или *OCF* (операционный денежный поток из отчета о движении денежных средств). Заметим, что отслеживаются не разовые значения, а наблюдаемая тенденция в поведении этих финансовых показателей. В финансовой стратегии компании часто фиксируется целевое соотношение чистого долга (иногда называемого чистой задолженностью) к величине *EBITDA*. Коэффициент чистого долга показывает срок окупаемости долга по показателю *EBITDA*. Чистый долг равен разности величин постоянно используемых заемных средств и денежных средств на счетах, в кассе.

Коэффициент чистого долга на уровне не больше двух считается приемлемым (консервативным). Так, по словам генерального директора компании «Металлоинвест» М. Губиева: «Наша *EBITDA*, которая составляет около 2 млрд дол., позволяет нам занимать в 2—3 раза больше... Для нас принципиально важны надежность и профессионализм кредитной организации, конкурентоспособность предоставляемых финансовых условий, а также полное взаимопонимание и доверие друг к другу» [19]. Критическим значением превышения долга над *EBITDA* (или *OIBDA* для операторов связи) является уровень 4. Компании, которые работают на низком коэффициенте чистого долга (например, у «МТС» в 2007 г. соотношение долгов к *OIBDA* было меньше единицы), рассматриваются рынком как консервативные в финансовой политике.

Еще один нормативный коэффициент, часто фиксируемый в финансовой политике компаний, — коэффициент покрытия процентов (*ICR*). Он рассчитывается как отношение доступной для распределения между собственниками и кредиторами прибыли (например, показателя *EBITDA*) к годовым процентным платежам. Аналитики считают приемлемым уровнем заимствования значения коэффициента *ICR* не меньше трех. Для компаний с устойчивой выручкой и операционной прибылью приемлемым может быть и значение на уровне двух. Чем более волатильны выручка и издержки, тем выше становится нормативное значение коэффициента.

Ряд компаний российского рынка в период экономического подъема 2002—2007 г. демонстрировали крайне агрессивную финансовую политику. Например, компании «Русснефть», «Роснефть», аптечная сеть «36,6». Агрессивная финансовая политика «Русснефти» поддерживалась тесными неформальными отношениями с кредиторами («БИНбанком» и крупным трейдером Gleencore). Привлечение заемного капитала «Роснефтью» поддерживалось государством. В результате за 2006 г. долг «Роснефти» (порядка 34 млрд дол.) в 4,7 раза превышал показатель *EBITDA*. Кроме того, срок включенных в расчет обязательств был достаточно короткий (1,5—2 года), что еще более увеличивало риск работы на заемном капитале.

При рассмотрении выгод заимствования следует иметь в виду одну ловушку, которая не диагностируется в рамках учетной (бухгалтерской) модели анализа. Увеличение финансового рычага меняет не только риск кредитора, но также и риск владельца собственного капитала. Чем больше финансовый рычаг, тем более нестабильна величина остающейся у собственника чистой прибыли, так как проценты по займам фиксированы и не зависят от получаемой выручки. Плата по заемному капиталу может рассматриваться как дополнительный вид постоянных издержек, которые делают остаточный доход более рискованным. В связи с этим долю заемного капитала в общем капитале компании часто называют *долговой нагрузкой на собственников*. Получая повышенное значение *ROE* за счет финансовых решений, т.е. принятия большего риска, владелец собственного капитала требует и большей компенсации в виде растущей требуемой доходности. Поэтому ответ на вопрос, выиграл ли собственник от роста финансового рычага и соответствующего роста *ROE*, не очевиден.

21.3. Финансовые решения и стоимость компании: подход с учетом инвестиционного риска

Выгоды работы на заемном капитале часто трактуются в терминах «эффекта финансового рычага», издержки — как «долговое бремя». Рассмотрим модели и методы их сопоставления при разных предположениях об условиях функционирования компании на рынке и специфике деятельности самой компании.

В академической литературе и среди практиков не утихают споры о действенности финансовых рычагов в создании стоимости. Можно ли через выбор структуры капитала и устойчивую дивидендную политику создать дополнительную для компании стоимость или это

только «игры разума»? Начало дискуссии положили работы классиков финансовой экономики — Ф. Модильяни и М. Миллера¹, давших неоднозначный ответ на поставленный вопрос в зависимости от степени развития финансового рынка. Так называемый «парадокс ММ № 1» (модель Модильяни — Миллера 1958 г.) показывает, что на совершенном рынке (конкурентном, без «трений», с рациональными инвесторами) финансовая стратегия (по структуре капитала и дивидендной политике) не играет роли в создании стоимости. Стоимость бизнеса определяется операционными и инвестиционными решениями, т.е. общим денежным потоком на фирму ($FCFF$), который компания может производить с определенной периодичностью и заданным уровнем риска, определяющим ставку дисконтирования.

С ростом финансового рычага стоимость собственного капитала также растет, что в результате приводит к эффекту постоянного значения $WACC$ при любых соотношениях собственного и заемного капитала. Поэтому если инвестиционная деятельность отсутствует и компания ежегодно генерирует один денежный поток на бесконечном временном горизонте, то $V_L = V_0 = \frac{CF}{WACC}$. Рыночная стоимость ком-

пании не зависит от структуры ее капитала — теорема ММ № 1.

По образному выражению Модильяни, результаты деятельности компании, в финансовом выражении представленные ежегодным денежным потоком, имеют ценность «пирога» для владельцев финансового капитала. На совершенном рынке размер «пирога» зависит только от эффективности инвестиций, т.е. от величины печи и количества добавляемой муки и других ингредиентов. Финансовые решения не могут увеличить «размер пирога», они влияют на дележ созданного продукта между двумя группами финансовых стейкхолдеров (владельцами собственного и заемного капитала).

Многoletние исследования «парадокса ММ № 1» показали, что на несовершенных рынках (там, где есть барьеры на пути движения капитала, налоги на доходы от использования капитала, информация ограничена и асимметрична) размер «пирога» зависит также и от финансовых решений, и грамотная финансовая политика в рамках выработанной финансовой стратегии может создать дополнительный эффект в терминах стоимости.

Однако финансовые решения не влияют на размер «пирога» и распределяемые его части, если речь идет о совершенном рынке и «едоков»

¹ Ф. Модильяни и М. Миллер стали впоследствии Нобелевскими лауреатами по экономике.

только двое. Если же повар, ножом делящий пирог, отрезает отдельные кусочки себе, то ответ на вопрос, что останется от пирога, будет зависеть от аппетита повара. Эта аналогия Модильяни подчеркивает, что в реальной жизни к дележу «пирога» присоединяется еще один участник — государство. Заметим, что государство «отщипывает кусочки пирога» в виде налога на прибыль от доли только одного едока — собственника, доля «пирога» кредитора остается нетронутой (проценты по заемному капиталу освобождены от налогообложения в мировой практике). Заемный капитал создает для компании налоговую экономию, называемую налоговым щитом. Количественно ежегодная величина щита составляет: $(kd \times D) \times T$. Чем сильнее «вмешательство государства (повара)», т.е. чем выше ставка налога на прибыль, тем существеннее будет меняться величина «остающегося пирога» в зависимости от пропорций нарезки (т.е. от финансовых решений).

Возникает «парадокс ММ № 2» — рост финансового рычага (как соотношения D/S) приводит к линейному росту стоимости компании, и в рамках модели ММ с налогом на прибыль максимум стоимости фиксируется на уровне 100% заемного капитала в общей величине капитала. Ожидаемая доходность по акциям линейно растет с ростом финансового рычага. Приведенная оценка налоговых выгод, получаемых на бесконечном временном промежутке, составит:

$$PV = \frac{kd \times D \times T}{kd} = D \times T,$$

$$V_L = V_0 + D \times T.$$

Этот вывод «парадокса ММ № 2» не соответствует наблюдаемым соотношениям заемного и собственного капитала на разных рынках. Хотя по отраслям пропорции различаются, однако компании никогда не приближаются к 100%-ной доле заемного капитала. Объяснить реалии выбора структуры капитала позволяет введение в расчет других несовершенств рынка, например подоходных налогов на держателей финансовых активов компании. Это несовершенство введено в модели Миллера 1976 г., где к рассмотрению принимаются налоговые ставки на держателей акций и облигаций компании. Цена на эти финансовые активы складывается на рынке с учетом тех налогов, которые их держатели платят за получаемый доход. Соответственно и стоимость компании как интегрированная оценка акционерного и долгового капитала должна зависеть от ставок налога на доход инвесторов (T_s и T_d).

Стоимость компании с финансовым рычагом при наличии трех ставок налога составит:

$$V_L = V_0 + D \times \left[1 - \frac{(1-T) \times (1-T_s)}{1-T_d} \right].$$

Второе слагаемое показывает количественную оценку выигрыша от использования заемного финансирования. В зависимости от соотношения ставок, стоимость компании может как расти, так и падать (рис. 21.1). Если $T_s = T_d$, то выводы совпадают с теоремой ММ № 1. Рост стоимости компании происходит при соблюдении соотношения:

$$(1 - T_d) > (1 - T) \times (1 - T_s).$$

При наблюдении соотношения ставок заемный капитал оказывается невыгодным, так как стоимость компании падает. Менеджеры не интересуются заемным капиталом, если на рынке наблюдается равенство:

$$(1 - T_d) = (1 - T) \times (1 - T_s).$$

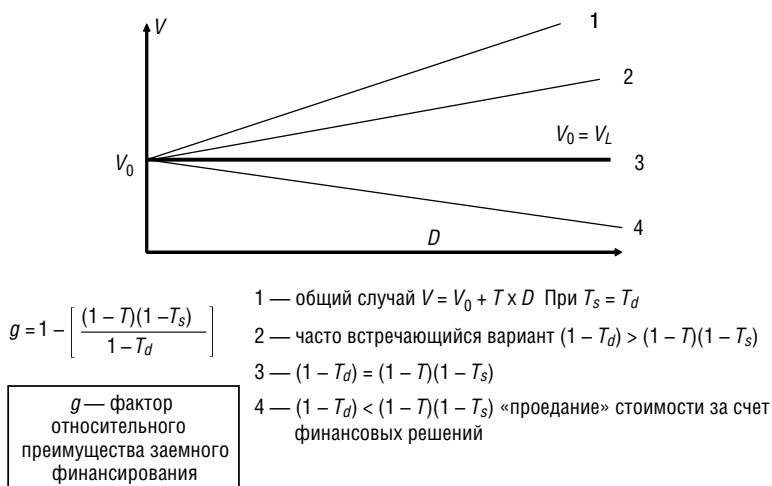


Рис. 21.1. Рекомендации аналитических моделей по оценке налогового воздействия на стоимость компании

Модель равновесия М. Миллера — спрос и предложение заемного капитала зависят от соотношений доходности по элементам капитала и налоговых ставок на рынке. Равновесие наблюдается при выполнении равенства:

$$kd \times (1 - T) = ks.$$

Из этого вывода модели Миллера следует, что компании одной страны, подпадающие под одно налоговое бремя и имеющие одинаковый операционный риск (например, принадлежащие единой отрасли), должны стремиться к сходной структуре капитала (ведь только налоговые различия приводят к разным рекомендациям по финансовому рычагу). Однако и здесь практика показывает иной вариант ответа. Видимо, есть еще ряд несовершенств рынка, которые определяют выбор рычага. Учета только налоговых ставок недостаточно. Поэтому следует предостеречь финансовых менеджеров, которые предполагают возможность скопировать величину оптимального финансового рычага из финансовой отчетности успешно работающих компаний.

В таблице 21.2 представлена сравнительная характеристика преимуществ работы на заемном капитале в соответствии с моделью Миллера.

Таблица 21.2
Оценка налоговых выгод для инвесторов по странам, %

Страна	США	Япония	Германия	Франция	Италия	Великобритания	Канада	Россия
На курсовой доход	40,25	40,15	14,89	-8,00	23,39	35,00	32,72	24,00
На дивиденды	40,25	60,71	30,32	23,66	40,15	13,13	35,32	20,51

Многочисленные исследования показывают, что оптимум зависит не только от сферы деятельности, но и от институциональной среды, в которой работает компания. Большое влияние на разработку финансовой стратегии оказывает также структура собственности, качество внутренних инструментов корпоративного управления. В академической литературе с подачи С. Майерса возник даже термин «финансовая архитектура компании», который подчеркивает тесную взаимосвязь и взаимозависимость таких характеристик бизнеса, как институциональная среда, структура собственности, финансовая структура и структура капитала. Внутренние элементы функционирования компании (вопросы внутреннего выбора — структура капитала, финансовая структура, структура собственности) для максимизации рыночной оценки должны быть сбалансированы и согласованы с внешней средой (институциональными характеристиками бизнес-окружения), среди которых целесообразно выделять:

- степень развития финансового рынка, включая рынок капитала и корпоративного контроля;
- государственное регулирование;
- уровень конкуренции на рынках труда, товаров и услуг.

Задача финансовой службы предприятия состоит в том, чтобы взвесить плюсы и минусы различных вариантов структуры капитала с учетом сложившейся рыночной ситуации и отслеживаемых тенденций и предложить оптимальную с точки зрения создания стоимости структуру долгосрочных источников.

Еще одно несовершенство рынков связано с возникновением прямых и косвенных издержек при попадании компании в ситуацию неплатежеспособности (финансовых затруднений). На совершенном рынке, если фирма не может расплатиться по обязательствам (например, взяла слишком много займов), то кредиторы получают ее активы, собственники теряют право на получение денежных выгод и предприятие продолжает функционировать на рынке уже с новыми собственниками. Это описание предполагает, что неплатежеспособность не связана с ошибочным ведением операционной деятельности или с неправильными инвестиционными решениями. Единственной причиной, приведшей компанию к ситуации невозможности расплатиться по обязательствам, является высокий финансовый рычаг.

На несовершенном рынке асимметрия информации приводит к тому, что информация о затруднениях у компании часто порождает ком проблем как в операционной, так и в инвестиционной деятельности. Падает лояльность потребителей (особенно если предприятие производит товары длительного пользования, требующие поддержания в рабочем состоянии), снижается лояльность поставщиков, ужесточаются требования по оплате, уходят ценные сотрудники, кредиторы повышают проценты по долгу или требуют погасить кредит досрочно. Менеджмент может пойти на слишком рискованные решения, следуя совету «пан или пропал». Аналитики говорят о возникновении издержек финансовых затруднений (прямых и косвенных), которые приводят к падению прибыли и денежных потоков и, как результат, к снижению стоимости компании и биржевых цен ее акций:

$$V_L = V_0 + D \times T - PVFD,$$

где *PVFD* — приведенная оценка издержек финансовых затруднений.

Таким образом, менеджерам приходится сопоставлять выгоды налогового щита с издержками финансовых затруднений. Модель, описывающая необходимость такого выбора, носит название «компромиссной» (*trade-off*). Издержки финансовых затруднений различаются для компаний разных отраслей, разного размера (у крупных предприятий их меньше при прочих равных факторах), разной стадии жизненного цикла.

Для количественной оценки прямых издержек часто фиксируют расходы на приглашение консультантов, юристов, кризисных менеджеров, учитывают убытки от временной приостановки операций, как крайний вариант — суммируют затраты по ликвидации активов компании. Очевидно, что сфера деятельности и размер компании существенно влияют на величину прямых издержек.

При прочих равных *прямые издержки финансовой неустойчивости* больше у компаний:

- с высокими коммерческими (операционными) рисками, когда нестабилен спрос на предлагаемую продукцию;
- производителей сложной техники, требующей гарантийного обслуживания или инновационной поддержки;
- у компаний со значимым интеллектуальным капиталом в основном капитале.

Крупные предприятия имеют возможность задействовать эффект масштаба, компенсировать потери за счет других подразделений. В среднем прямые издержки банкротства составляют порядка 3—6% от ликвидационной стоимости активов.

Косвенные издержки финансовой неустойчивости могут оказаться существенно больше. Они диагностируются по утраченным возможностям компании, прежде всего дальнейшего развития. Самое яркое проявление — потеря инвестиционных возможностей, отказ от инвестиций или искажение рационального инвестиционного выбора. Косвенные издержки являются результатом нарастания конфликта интересов различных участников (менеджеров и собственников, кредиторов и собственников, различных групп кредиторов). При прочих равных косвенные издержки будут высоки у компаний:

- с высокими возможностями роста;
- с наемным менеджментом, слабо заинтересованным в защите интересов прежних владельцев;
- со сложной структурой капитала. Сложная структура капитала компании характеризует наличие субординированных долгов, т.е. имеющих различную степень очередности погашения (например, обеспеченные кредиты, кредиты с гарантией, конвертируемые облигации и т.п.). Конфликты интересов различных кредиторов порождают дополнительные издержки.

Чем больше у компании прямые и косвенные издержки финансовых затруднений, тем менее выгодным для собственников оказывается заемный капитал. Оптимум структуры капитала сдвигается к нулю.

Проявлением косвенных издержек финансовой неустойчивости являются специфические подвижки в инвестиционной политике. На-

пример, возможен переход к высокорискованным проектам, изменение инвестиционного портфеля в сторону включения нехарактерных для данного бизнеса направлений. В академической литературе эти эффекты получили название «замещения активов». Компании, реализующие указанную политику «переинвестирования», отказываются от рационального пути ликвидации предприятия и своевременной продажи активов. Мотивами изменения инвестиционной политики в таком ключе является попытка за счет высокорискованных инвестиций вывести компанию из финансового кризиса. В основе лежит поговорка «либо пан, либо пропал». Нередко подобная политика реализуется компаниями, во главе которых стоят амбициозные собственники, не желающие признавать очевидных ошибок.

Там, где оперативным управлением занимается наемный менеджмент, возможен другой эффект в инвестиционном поведении, названный «нависанием долга». Компании отказываются от эффективных инвестиций, сворачивают деятельность и ликвидируются, хотя есть рычаги, которые позволяют вывести предприятие из кризиса. Мотив менеджеров — поиск более перспективных сфер приложения труда, желание спасти репутацию, созданный личный профессиональный капитал. Мотив собственников на прекращение инвестиций: вывод активов связан с ощущением невозможности за счет типичных для данного бизнеса инвестиционных решений вывести компанию из кризиса, нежелание «работы на кредитора». Реализация новых инвестиционных проектов и сохранение операционной деятельности во многих ситуациях потери финансовой устойчивости играют в первую очередь на руку кредиторам, к которым перейдут сохраненные в компании активы.

Наличие таких двух эффектов в ситуации неполноты и асимметрии информации, понимание их рыночными инвесторами меняет поведение кредиторов на рынке. Это еще один существенный удар по денежным потокам компании. Кредиторы начинают вести себя как «зайцы-безбилетники». Так характеризуют их финансисты, подчеркивая занятие ими выжидательных позиций вместо того, чтобы за счет новых кредитов спасти компанию. Кредиторы предпочитают, чтобы дополнительный капитал на реализацию антикризисных мероприятий был предоставлен кем-то другим, что создает «эффект безбилетника».

Менее вероятно, что компании в ситуации финансовых затруднений получают новые приемлемые по стоимости займы. Субординированные займы делают новых кредиторов еще более осторожными, ведь в первую очередь предприятие будет расплачиваться по «старым», обеспеченным активами кредитам. Издержки перезаключения долговых контрактов становятся для компании неподъемными.

Если прямые издержки финансовой неустойчивости можно отследить и с учетом отрасли включить в анализ, то в оценке косвенных издержек возникает много проблем. Часто используется подход, базирующийся на анализе имевших место ситуаций банкротств и количественной оценке имевшей место потери акционерной стоимости, точнее, рыночной капитализации. Исследования на развитых рынках показывают оценку потери стоимости в 15—25%. Эта оценка может быть заложена в количественную модель балансирования выгод и издержек заемного капитала.

При наличии большого количества кредиторов и собственников и различном доступе их к реальной информации по компании появляется еще один вид издержек: *издержки агентских конфликтов (agency costs, AC)*, которые связаны с введением дополнительных ограничений, накладываемых кредиторами на решения компании. Это могут быть ограничения как на инвестиционные решения компании, так и на процедуры рассмотрения текущих управленческих решений. Растут затраты по обеспечению дополнительных условий взаимоотношений с кредиторами. В результате стоимость компании еще больше падает:

$$V_L = V_0 + D \times T - PVFD - PVAC.$$

Акционеры-инсайдеры могут начать принимать решения в ущерб аутсайдерам. При выборе между внутренними и внешними источниками финансирования менеджеры-инсайдеры предпочтут привлечение капитала с внешнего рынка, только если акции компании переоценены. Это понимание поведения менеджеров и акционеров-инсайдеров будет учтено при восприятии финансовых решений, о которых будет объявлять компания. Привлечение внешнего собственного капитала будет трактоваться рынком как негативный сигнал, свидетельствующий об ожидании контролирующими собственниками убытков и желании разделить их с новыми акционерами. Аналитики утверждают о наличии информационного содержания у решений по структуре капитала. Чем менее развит финансовый рынок и сложнее на нем получить информацию, тем больше инвесторы полагаются на сигналы, подаваемые со стороны ключевых собственников.

Долг воспринимается рыночными инвесторами как положительный сигнал, так как, с одной стороны, дисциплинирует менеджеров при наличии агентских конфликтов (вводит контроль со стороны профессиональных инвесторов), а с другой, свидетельствует о положительных инвестиционных возможностях, только при наличии которых компания может принять долговое бремя и получить налоговые выгоды.

Принцип иерархии выбора источников финансирования гласит, что компании отдают предпочтение внутренним собственным источникам (прибыли), на втором месте стоит заемный капитал (банковские ссуды и облигации), на третьем — гибридные ценные бумаги. Эмиссия акций часто порождает их недооценку рынком, поэтому этот источник финансирования будет привлекаться в последнюю очередь.

Некоторые коррективы в количественные соотношения разных источников финансирования и на принятие финансовых решений может внести наличие значимых нефинансовых стейкхолдеров. Так как у компаний с большим интеллектуальным капиталом возникают специфические подразумеваемые обязательства (наряду с прямыми), которые могут рассматриваться как эквивалент заемного капитала, то, как правило, такие компании вынуждены работать на низком финансовом рычаге и иметь в запасе большую величину наличности (высокий коэффициент абсолютной ликвидности это часто диагностирует) [37]. Для таких компаний в большинстве случаев характерно отсутствие дивидендных выплат.

21.4. Модели и алгоритмы обоснования оптимальной структуры капитала для компании

На рисунке 21.2 показаны предложенные в современной финансовой аналитике подходы к обоснованию приемлемой для компании величины заемного капитала (постоянно используемых платных заемных источников финансирования) с учетом выбираемой целевой функции [41, глава 5].

Возможный алгоритм обоснования оптимума — рассмотрение поведения величины *WACC* при изменении финансового рычага и поиск диапазона долговой нагрузки, при которой минимизируется стоимость всего капитала. Если у компании фиксируется не оптимально низкий финансовый рычаг, то рост долговой нагрузки может быть реализован через выкуп акций из обращения за счет средств из привлекаемых новых займов. При завышенном финансовом рычаге его снижение при неизменности операционной и отсутствии инвестиционной деятельности возможно через дополнительную эмиссию акций и погашение займов.

Идею балансирования выгод и недостатков заемных источников реализует метод добавленной стоимости (*APV*) С. Майерса. Достоинство метода *APV* — возможность учесть выгоды привлечения займов в разные моменты времени с учетом разных ставок и схем погашения.

Отдельно учитываются выгоды налогового щита по амортизации, по льготным кредитам, по гарантированным статьям затрат, по инвестиционным оттокам, имеющим место по ходу реализации эксплуатационной стадии проекта. В модели *APV* внимание акцентируется на влиянии финансового рычага на величину налоговых выгод и на поведение неоперационных издержек (прямых и косвенных) работы на заемном капитале.

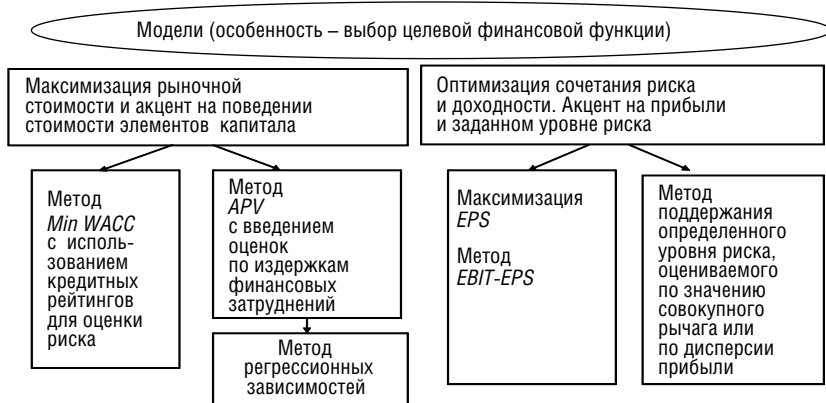


Рис. 21.2. Разнообразие моделей и методов количественного обоснования уровня долговой нагрузки

Исходный метод *APV* предполагает разложение стоимости на две компоненты: стоимость операционных выгод (при отсутствии финансового рычага) и добавления стоимости финансовыми решениями (через отражение налоговых выгод по заемному капиталу — *PVTS*). Метод исходит из предпосылки поддержания фиксированной величины займа, которая порождает ежегодную величину налоговой экономии (ставка налога на прибыль, умноженная на ежегодные процентные выплаты). При бесконечном периоде работы на фиксированном заемном капитале:

$$PVTS = \text{Ставка налога на прибыль} \times \text{Величина заемного капитала.}$$

В моделях балансирования выгод риска и доходности акцент делается на оценке риска и построении приемлемого уровня долга с целью сохранения платежеспособности.

Главный барьер для работы на заемном капитале — волатильность операционной прибыли и высокий операционный риск. На практике в рамках этого направления финансового моделирования могут быть реализованы два метода: наложения рычагов и волатильно-

сти *ЕВИТ*. Общая идея методов состоит в том, что чем более значимы факторы операционного риска, тем более нестабильны (на профессиональном финансовом языке — волатильны) прогнозные значения операционной прибыли (*ЕВИТДА*, *ЕВИТ*) и тем меньше у компании возможности взять на себя дополнительный финансовый риск и меньше должен быть финансовый рычаг.

Идея, закладываемая в *метод наложения рычагов*, — наличие допустимого уровня совокупного риска, который является результатом совместного влияния (наложения) факторов операционного и финансового рисков. Количественно совокупный риск выражается через большую нестабильность ожидаемой величины чистой прибыли по сравнению с предполагаемой изменчивостью выручки. Причина большей нестабильности — наличие постоянных издержек в структуре затрат компании. Количественно значения рычагов рассчитываются по формуле эластичности.

Метод волатильности операционной прибыли (ЕВИТ) позволяет определить допустимый уровень долга в структуре капитала компании, исходя из допустимой вероятности наступления финансовых затруднений (банкротства), который задается в соответствии с пожеланиями собственников. Для применения метода не требуется котирования акций компании на рынке. Необходимая информация — оценка волатильности операционной прибыли по прошлым данным (статистическая база по компании или отрасли) или по оценкам экспертов с учетом анализа изменений на рынке в будущем. Предполагается, что вероятность банкротства и финансовых затруднений зависит исключительно от волатильности операционной прибыли. Чем более нестабильна прибыль компании, тем выше вероятность невозможности расплатиться по долгам и попасть в ситуацию неплатежеспособности.

Для заданного уровня вероятности банкротства определяется целевой уровень финансового рычага компании. Если уровень финансового рычага больше максимально допустимого, то даются рекомендации по его снижению. Если фактический уровень финансового рычага меньше допустимого, то рассматриваются варианты его повышения.

Пример диагностирования выгод финансовых решений для компании ОАО «Центртелеком» на 2005 г. методом *ИАСС* показан в табл. 21.3 (ставка налога на прибыль — 24%). Увеличение риска кредиторов при росте финансового рычага вводится через изменение синтетического кредитного рейтинга (снижение) и задание ставок заимствования, соответствующих рейтингу. Это фактически развитие интуитивного метода поддержания «нормальных пропорций». «Нормальным пропорциям» — в данном случае коэффициенту покрытия процентов — соответствуют приемлемые для финансового рынка и бизнеса

процентные ставки, а отклонения от «нормальных значений» количественно оценены в росте требуемой доходности.

Таблица 21.3

Диагностирование финансовых выгод методом WACC для ОАО «Центртелеком» на 2005 г. (финансовые результаты), млн руб.

Показатель	Сценарии работы на заемном капитале							
	Финансовый рычаг (восемь сценариев)							
$D/(D + E)$, %	0	10	20	30	40	50	60	70
D/E , %	0	11	25	43	67	100	150	233
Расчет ставки по займам в соответствии с кредитным рейтингом (по коэффициенту покрытия процентов)								
Сумма долга, млн руб.	—	4 770	9 540	14 311	19 081	23 851	28 622	33 392
Операционная прибыль (EBIT), млн руб.	2 886							
Кредитный рейтинг, соответствующий финансовому рычагу D/E	AAA	AAA	A+	A–	BB	B	CCC	CCC
Процентная ставка в соответствии с рейтингом для долларовых потоков (оценки S&P), %	6,67	6,67	7,27	7,72	8,47	9,72	11,47	11,47
Годовые проценты по долгу в соответствии с заданной процентной ставкой, млн руб.	—	382	832	1 326	1 940	2 783	3 940	4 597
Посленалоговая прибыль, млн руб.	2 193	1 903	1 561	1 185	719	78	1 053	1 710
Коэффициент покрытия процентов (ICR)	—	7,56	3,47	2,18	1,49	1,04	0,73	0,63
Новый синтетический рейтинг по ICR	AAA	AAA	A–	BBB	B+	CCC	CCC	CC
Процентная ставка заимствования по рейтингу ICR (для долларовых потоков), %	6,67	6,67	7,72	7,97	8,97	11,47	11,47	12,47

Окончание

Показатель	Сценарии работы на заемном капитале							
	Посленалоговая стоимость заемного капитала для рублевых потоков, %*	6,09	6,09	7,04	7,27	8,18	10,46	10,46
Расчет требуемой доходности по собственному капиталу								
β -коэффициент	0,50	0,54	0,59	0,66	0,75	0,88	1,07	1,39
Премия за рыночный риск $MRP = (k_m - k_f)$ принимается фиксированной — 4,8%								
Безрисковая ставка, скорректированная на страновой риск ($k_{fg} + CRP$) = 7,2%								
Стоимость собственного капитала для рублевых потоков, %	11,52	11,79	12,09	12,49	13,01	13,75	14,85	16,69
WACC для рублевых номинальных денежных потоков, %	11,52	11,22	11,08	10,92	11,08	12,11	12,22	12,97

* Коэффициент пересчета для разных валют = 1,2; $K_d \times (1 - T) \times 1,2$.

В приведенном в таблице расчете сделаны две итерации по формированию ставки заимствования для разных уровней финансового рычага. В первой итерации условный кредитный рейтинг установлен в непосредственной привязке к соотношению заемного и собственного капитала. Каждому кредитному рейтингу соответствует своя ставка заимствования на рынке. Она на первой итерации вводится условно. По условной ставке процента по восьми сценариям рассчитывается годовая процентная нагрузка на компанию как произведение величины займа на ставку. Информация об операционной прибыли позволяет рассчитать коэффициент покрытия процентов ICR как отношение $EBIT$ к годовым процентным платежам.

Вторая итерация строится на выборе в качестве ключевого параметра, определяющего кредитный рейтинг, коэффициента покрытия процентов. Таким образом, получаем уточненный рейтинг. Это позволяет ввести более достоверные значения ставок по заимствованиям и отразить эти сценарные оценки в величине WACC. Так как за основу берутся таблицы соответствия рейтингов и ставок заимствования в долларах США, то для рублевых денежных потоков делается перерасчет с учетом дополнительного риска национальной валюты. Заметим, что метод моделирования на основе WACC (через поиск диапазона, минимизирующего значение WACC) может быть реализован и для долларовых ставок.

Более сложен вопрос отражения в ставках требуемой доходности риска владельцев собственного капитала. Возможный вариант, который реализован в нашем расчете, — фиксация изменения риска по оценке меры систематического риска, т.е. по β -коэффициенту. Исходная предпосылка, заложенная в наш расчет, — наличие устойчивого значения β -коэффициента для телекоммуникационных компаний при финансировании только собственными средствами. По зарубежным компаниям-аналогам эта оценка получена на уровне 0,5. Корректировка β -коэффициента на дополнительный финансовый риск реализуется по формуле Р. Хамады (примеры приведены в главе 20). Предполагается, что изменение требуемой доходности собственников связано только с ростом систематического (рыночного) риска компании, возрастающего с увеличением финансового рычага. Предполагается, что операционная прибыль не зависит от финансового рычага (это в определенной степени условность).

Оптимальный финансовый рычаг, принимаемый в рамках рассматриваемого моделирования, минимизирует значение *WACC*. Найдя финансовый рычаг, при котором значение *WACC* примет наименьшее значение, можно будет зафиксировать диапазон целевых значений уровня долга.

Расчет по модели *WACC* показывает, что оптимальная с точки зрения создания стоимости компании структура капитала включает в себя: 30% — займы в общем капитале и 70% — собственный капитал. Если бы компания придерживалась указанной структуры, то реализовывать инвестиционные проекты следовало бы в соответствии с ней. При этом чем больше у принимаемых проектов создаваемая дополнительно стоимость (значение *NPV*), тем больше компания смогла бы использовать финансовый рычаг и смещать оптимум. Этот дополнительный эффект смещения оптимума может трактоваться как эффект финансовых решений по инвестиционной программе (создание дополнительной займовой мощности).

Однако, как видно из табл. 21.3, структура капитала ОАО «Центртелеком» на 2005 г. фиксируется на соотношениях 56% заемного капитала в общем капитале (по рыночной оценке долг в 1,26 раза превышает собственный капитал). Следовательно, для выхода на оптимальную структуру капитала проекты должны финансироваться собственным капиталом. В этом случае фиксируемый на 2005 г. неоптимально высокий финансовый рычаг будет снижаться и создавать выгоды в терминах наращения стоимости компании.

Еще один потенциальный вариант решения проблемы неоптимального финансового рычага — погашение займов за счет прибыли или привлекаемого нового собственного капитала.

Описанный алгоритм финансового моделирования для практических расчетов имеет несколько существенных оговорок. Речь идет о допущениях, которые заложены в финансовую модель компании, показывающую, как меняется рыночная стоимость при изменении финансового рычага.

В общем виде модель имеет следующий вид:

$$V = FCFF/WACC,$$

т.е. стоимость компании представлена как приведенная оценка бесконечного аннуитетного потока величиной *FCFF*. В данном случае:

$$NOPAT = 2886 \text{ млн руб.} \times (1 - 0,24) = 2193 \text{ млн руб.}$$

Предполагается, что операционная прибыль нечувствительна к финансовому рычагу и относительно устойчива. Заметим, что компании с разной волатильностью операционной прибыли будут по-разному подходить к оптимизации структуры капитала. Кроме того, предполагается, что компания не реализует инвестиционных проектов и вся годовая прибыль распределяется на дивиденды. В противном случае надо было бы учитывать ежегодный прирост стоимости, создаваемой инвестиционной программой, и корректировать величину оптимума.

Самое серьезное допущение из описанных ранее состоит в том, что результаты операционной деятельности (значение *EBIT*) не зависят от финансовых решений. С точки зрения стейкхолдерской модели финансового управления это не так. Персонал, клиенты компании также оценивают риски, связанные с ростом финансового рычага, что неминуемо отражается на операционных результатах. Уменьшение финансового рычага часто является положительным сигналом для контрагентов компании, ведет к повышению доверия со стороны нефинансовых стейкхолдеров. В результате требуется учесть, что снижение финансового рычага может привести к росту *EBIT* либо за счет увеличения доли рынка, либо за счет снижения стоимости контрактов с поставщиками, что изменит рыночную стоимость. Поэтому следует осторожно относиться к полученной рекомендации по методу *WACC*.

Еще одно допущение — рейтинговая зависимость (по данным стандартной финансовой отчетности) процентных ставок по элементам капитала. У финансового директора есть возможность обратиться к достаточно большому числу конкурирующих методик составления рейтингов как достаточно сложных (Moody's, S&P), так и упрощенных (модель А. Дамодарана). В расчете, приведенном ранее, использовалась самая простая рейтинговая зависимость по одному финансовому коэффициенту (по финансовому рычагу на первой итерации и коэффициенту покрытия процентов на второй), поэтому рекомендации

в зависимости от выбираемой рейтинговой методики могут отличаться. Заметим, что есть рейтинги, учитывающие волатильность операционной прибыли.

Следует обратить внимание на зависимость кредитного рейтинга от финансовых показателей компании, представленную в табл. 21.4.

Таблица 21.4

Соответствие финансовых показателей для определения кредитного рейтинга

Показатель	Сценарии работы на заемном капитале							
	10	20	30	40	50	60	70	80
Долговая нагрузка, %	10	20	30	40	50	60	70	80
Покрытие процентов прибылью, число раз	8,69	4,02	2,44	1,51	1,12	0,85	0,67	0,59
Коэффициент покрытия процентов операционным потоком	9,31	3,94	2,14	1,08	0,63	0,32	0,11	0,01
Коэффициент покрытия долга операционным потоком	0,90	0,41	0,25	0,15	0,09	0,05	0,02	0,00
Возможный рейтинг	AA	A–	BB	B–	CCC	CC	C	C

Успешные компании строят обоснование целесообразности работы на заемном капитале через сопоставление ряда выгод и издержек, а не только по изменению ставок доходности по элементам капитала. В более расширенном виде сопоставляются значения стоимости компании (V_u) при работе только на собственном капитале (так называемая безрычаговая финансовая политика) и на различных сценариях финансового рычага.

Контрольные вопросы

1. Опишите компании, которые предпочитают работать исключительно на собственном капитале.
2. Почему на совершенном рынке решения по структуре капитала не влияют на рыночную стоимость компании?
3. Какие несовершенства рынка существенно меняют выводы теорем ММ № 1 и ММ № 2?
4. Как предлагается выстраивать источники финансирования по предпочтительности в рамках теории иерархии?
5. Что понимается под издержками финансовых затруднений?
6. Как агентские конфликты влияют на выбор структуры капитала?

7. Какие сигнальные эффекты диагностируются по изменению структуры капитала и по выбору источников финансирования? Почему дополнительная эмиссия акций воспринимается как отрицательный сигнал?
8. Почему увеличение публичного долга часто вызывает рост курса акции, а долг, предоставленный контролирующим акционером, воспринимается как негативный сигнал?
9. Как изменения в структуре собственности могут влиять на рекомендации по выбору структуры капитала?

Дивидендная политика компании

22.1. Понятие «дивидендная политика»

Компании используют ряд механизмов выстраивания финансовых взаимоотношений с ее собственниками. Наиболее значимый механизм — распределение финансового результата (политика выплат) (*payout policy*). При расчетах с собственниками компании придерживаются соблюдения двух условий:

- сохранение возможности финансирования инвестиционных решений (т.е. сохранение инвестиционной и финансовой гибкости);

- максимизация рыночной стоимости компании (совокупного благосостояния владельцев финансового капитала).

Таким образом, можно констатировать, что эффективная **дивидендная политика** — это продуманная и раскрываемая для собственников политика обеспечения текущих выгод от владения капиталом компании, обеспечивающая поддержание в компании инвестиционной и финансовой гибкости и максимизирующая рыночную стоимость.

Дивидендная политика — свод правил, в соответствии с которыми компания выстраивает финансовые взаимоотношения с владельцами собственного капитала. Традиционный путь построения расчетов с собственниками — дивиденды в денежной форме (*cash dividend*). Реже компании делят заработанную прибыль через распределение ценных бумаг (акций или облигаций дополнительной эмиссии). Это форма выплаты дивиденда акциями (американские аналитики финансового рынка используют термин «*stock dividend*», также можно встретить британский аналог — «*scrip dividend*»). Основные формы расчетов с собственниками показаны на рис. 22.1. Выплата дивидендов в денежной форме («наличными») может происходить либо из чистой прибыли ли текущего периода, либо из накопленной прибыли прошлых лет.

Альтернативный инструмент построения финансовых отношений с собственниками — выкуп акций компании из обращения (*share repurchase*), для которого часто используется термин «обратный выкуп». Вместо периодических поступлений денежных средств от компании собственник получает разовую выгоду от продажи акций и в ряде случаев перестает быть владельцем капитала.

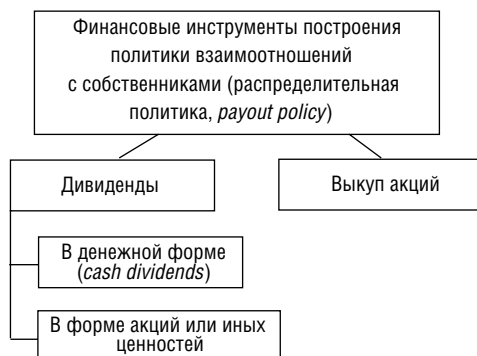


Рис. 22.1. Формы расчетов компании с собственниками

22.2. Основные факторы, влияющие на дивидендную политику компании

Дивидендная политика компаний является предметом исследовательского и учебного интереса по нескольким вопросам [71].

- Как компании разных рынков, организационно-правовых форм строят взаимоотношения с владельцами капитала?
- Какие факторы влияют на выбор дивидендной политики, которой компании придерживаются на длительном временном горизонте? Чем может быть продиктован отказ от выплаты дивидендов или другие существенные подвижки в политике? Когда компании начинают инициировать дивиденды и можно ли предсказать начало выплат?
- Влияет ли выбор дивидендной политики на стоимость компании и на биржевые цены ее акций?
- Что является источником для выплаты дивидендов — чистая прибыль или выпуск новых акций и продажа их «новым» акционерам?

Основные факторы, влияющие на дивидендную политику компании, представлены на рис. 22.2. Рассмотрим их подробнее.

Институциональные (внешние) факторы диагностируются через межстрановые сопоставления. Доказано, что правовая среда, налоговая нагрузка, культурные традиции, степень развитости финансового рынка (например, наличие ратифицированности) существенно влияют на выбор дивидендной политики и могут объяснить различия в выплатах

чиваемых дивидендах по странам [87]. Однако эти внешние факторы не могут объяснить различий в дивидендных выплатах внутри одной страны.

К фундаментальным факторам, объясняющим различия внутри страны, относятся отраслевые характеристики (риски, темпы роста, инвестиционный потенциал, рентабельность продаж), стадия жизненного цикла компании и масштаб деятельности. Еще одна группа факторов, способных объяснить различия в выборе дивидендов, — структура собственности и внутренние механизмы корпоративного управления (строение совета директоров, правила ротации членов совета директоров и т.п.). Компании с хорошим корпоративным управлением при прочих равных условиях имеют более высокие дивидендные выплаты. В семейных предприятиях или компаниях с высокой концентрацией собственности дивиденды более волатильны, такие компании чаще прекращают выплаты, чем публичные компании с распыленной структурой собственности.

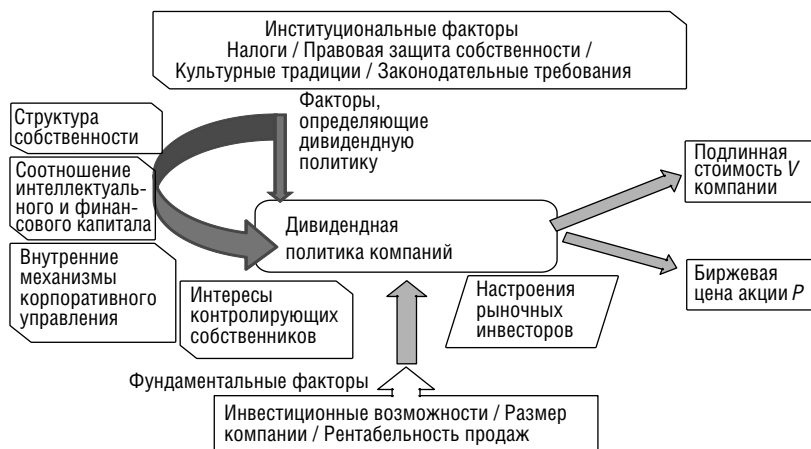


Рис. 22.2. Основные области исследований дивидендной политики компаний

На совершенном рынке действует классическое правило, определяющее выплаты или невыплаты дивидендов в каждый отдельный момент: если компания не находит направлений инвестирования, отдача по которым превышает требуемый (барьерный) уровень (в упрощенном виде — среднерыночную доходность), то заработанные средства (в общем случае — чистая прибыль) должны быть направлены собственникам для самостоятельного их вложения. Однако это правило не учитывает ряд несовершенств реального мира (например, высоких

налогов на дивиденды), а также психологические аспекты восприятия текущих выплат.

Вопрос об инициации дивидендов легко может быть объяснен концепцией ЖЦО. На начальном этапе развития у компании много инвестиционных возможностей; как правило, отраслевые темпы роста позволяют, не вступая в сложную конкурентную борьбу, быстро наращивать выручку и занимать растущую долю рынка. Так как для роста нужны финансовые ресурсы, привлечь которые с внешнего рынка при отсутствии гудвилла либо невозможно, либо очень дорого, то предприятие вынуждено работать исключительно на собственных средствах (заработанной прибыли). У компании нет еще финансовой гибкости. С переходом на стадию зрелости успешная компания, во-первых, начинает терять инвестиционные возможности из-за ограничений на рост рынка и высокой конкуренции, во-вторых, имеет большой выбор по источникам финансирования. Заработанные собственные средства по операционной деятельности как более дорогой источник финансирования по сравнению с заемным капиталом, становится целесообразнее распределить между собственниками.

Часто компании увязывают выбор начала выплат дивидендов (инициации) с получением положительного свободного денежного потока (*FCF*). Такой выбор естественен, так как подчеркивает, что инвестиционные решения первичны по отношению к дивидендной политике. Финансовые решения также первичны по отношению к дивидендам. Компания сначала должна определиться с оптимальной структурой капитала, в соответствии с ней оценить имеющиеся инвестиционные возможности, а затем вычленив те денежные средства, которые без ущерба для бизнеса (создания стоимости) можно распределить между собственниками.

На практике дивидендная политика строится на учете ряда факторов, а не только инвестиционных возможностей компании. В результате операционные денежные потоки, а также привлеченные заемные средства или средства от продажи активов при определенных условиях могут быть направлены владельцам собственного капитала.

Типичными показателями, позволяющими судить о проводимой дивидендной политике компаний, являются:

- количество раз выплат дивидендов по году (ряд компаний выплачивают квартальные и полугодовые дивиденды наряду с дивидендами по результатам отчетного финансового года);
- динамика сумм, направляемых на взаимоотношения с собственниками (включая денежные дивиденды и выкуп акций);

- динамика денежных дивидендов, приходящихся на одну обыкновенную акцию, — показатель *DPS*;
- доля чистой прибыли отчетного года, направляемая на дивиденды, — норма дивидендных выплат. Обычно рассматривается величина денежных дивидендов, так как суммы, направляемые на выкуп акций, не всегда доступны. Это коэффициент дивидендных выплат (*payout ratio, POR*). С нормой реинвестирования за счет собственных средств (*reinvestment rate, RR*) этот показатель связан следующим образом: $POR = 1 - RR$. По ряду компаний фиксируется превышение сумм, направляемых на дивиденды, над чистой прибылью отчетного года. Могут использоваться и другие индикаторы, например дивиденды как процент от операционного потока денежных средств, как процент от выручки от продаж, как процент от рыночной капитализации, где рыночная капитализация — это общая рыночная стоимость обыкновенных и привилегированных акций;
- дивидендная доходность как отношение выплаченного в денежной форме дивиденда на акцию за отчетный год к цене этой акции на конец года;
- выкупы акций по году (число выкупов и суммы, направляемые на выкуп);
- наличие программ реинвестирования дивидендов (предложения для акционеров о покупке акций компании на причитающиеся суммы денежных дивидендов).

Пример. Основные параметры по дивидендной политике ОАО «Вымпелком» приведены в табл. 22.1. Цель дивидендной политики (одобрена Советом директоров в марте 2007 г.) формулируется следующим образом: «обеспечить оптимальный возврат капитала акционерам компании как за счет увеличения стоимости компании, так и за счет потока наличных денежных средств. Политика формулирует определенные ограничения и принципы, соблюдение которых необходимо для выплаты дивидендов, включая определенные финансовые коэффициенты и требование, чтобы у компании был положительный поток свободных денежных средств в предшествующем финансовом периоде. В таком случае совет директоров рассмотрит ситуацию, оценит возможность выплаты дивиденда на обыкновенные акции и размер дивиденда». Компания фиксирует сумму дивидендов к величине консолидированной чистой прибыли компании, рассчитанной по стандартам US GAAP.

Таблица 22.1

Параметры дивидендной политики ОАО «Вымпелком»

Год	Сумма выплат, млн дол. (<i>Total Payment</i>)	Чистая прибыль, млн дол. (<i>Net Income</i>)	Дивидендный выход, % (<i>on Net Income</i>)	Свободный денежный поток, млн дол. (<i>FCFF</i>)	Дивиденд на акцию, дол. (<i>DPS</i>)	Дивиденд на американскую депозитарную акцию, дол. (<i>Dividend per ADS</i>)
2005	—	615	—	—	—	—
2006	333,4	811	41	459	6,35	0,33
2007	588	1 462	40	1 304,7	6,47	0,57
2008	—	524	—	851	—	—

Как можно видеть из таблицы, компания в течение рассматриваемого периода времени четко следовала своей дивидендной политике. В 2005 году ОАО «Вымпелком» не получило положительный свободный денежный поток, поэтому дивиденды не были выплачены по результатам года. В 2006 и 2007 годах компания получила положительный свободный денежный поток, на выплату дивидендов было направлено порядка 40% от чистой прибыли. В 2008 году из-за финансово-экономического кризиса денежные потоки и чистая прибыль существенно упали, и руководство компании приняло решение не выплачивать дивиденды за 2008 г.

Основные показатели дивидендных выплат позволяют ответить на следующие вопросы, традиционно интересующие инвесторов.

- Выплачивает ли компания дивиденды и является ли дивидендная политика устойчивой (когда получение выгод и их форма объясняются неким разумным для инвестора образом)?
- На какую долю финансового результата может рассчитывать инвестор, в какой форме и как часто за год ее получить?

В зависимости от выбираемой компаниями дивидендной политики инвесторы различают «акции роста», по которым не платится дивиденд или дивидендная доходность минимальна, и «акции дохода», которые обеспечивают инвесторам стабильное получение дивидендов. Как правило, акции дохода характеризуют компании в стадии зрелости.

Основными видами дивидендной политики являются:

- остаточная политика выплат (дивиденды каждого года непостоянны и зависят исключительно от инвестиционной программы каждого года и выбранной политики структуры капитала);
- фиксируемая формула для ежегодных выплат (фиксированный или растущий с заданным темпом дивиденд на акцию, постоянный дивидендный выход). Некоторые компании фиксируют именно дивидендный выход, показатель *DPS* при этом меняется в зависимости от чистой прибыли. Политика растущего дивиденда на акцию, как правило, выбирается при наличии фундаментальных факторов роста финансовых результатов;
- не снижающиеся по годам минимальные дивиденды на акцию при наличии эпизодических дополнительных выплат («подарков» акционерам, «экстра-дивидендов»).

Крупные публичные компании российского рынка имеют устойчивую дивидендную политику (отдельные положения раскрываются для широкого доступа). Так, металлургические компании «Норильский никель», «Северсталь», «НЛМК» устанавливают дивидендный выход на уровне 25% чистой прибыли. Низкая планка в 15% консолидированной чистой прибыли при расчете дивидендов фиксируется в дивидендной политике ОАО «Лукойл» и ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (ММК). Минимум в 10% от чистой прибыли по US GAAP зафиксирован в дивидендной политике ОАО «Роснефть». В соответствии с дивидендной политикой ОАО «Газпром» дивиденд «строится» из двух частей: гарантированной и переменной. Для расчета гарантированной части руководство принимает во внимание наименьшее значение из двух величин: 10% от чистой прибыли по РСБУ или 2% от средневзвешенной капитализации за год.

Пример. Распределение прибыли ОАО «Иркутская электросетевая компания» (ОАО ИЭСК)¹ по результатам 2009 г.:

- в резервный фонд — 11 211 750 руб.;
- на выплату дивидендов — 60 558 482,22 руб.;
- на инвестиционную деятельность в производственных целях для развития электроэнергетики Иркутской области — 143 043 000 руб. по следующим приоритетным объектам:
 - строительство подстанции «Прибрежная» в г. Ангарске — 93 043 000 руб.,
 - строительство объектов электроснабжения в п. Западный (с. Хомутово) — 25 000 000 руб.,

¹ Из материалов к годовому собранию акционеров по вопросу повестки дня № 3 «Распределение прибыли».

— реконструкция высоковольтных линий в г. Усть-Кут-Киренск — 25 000 000 руб.

По результатам за 2009 г. компания выплатила дивиденды денежными средствами в размере 0,013 руб. на одну акцию (срок выплаты был установлен до 31 декабря 2010 г).

22.3. Споры о дивидендной политике («дивидендный пазл»)

Классической работой, положившей начало исследованиям факторов, влияющих на выплаты денежных дивидендов, является статья Дж. Линтнера 1956 г. [91, с. 97—113]. В этой работе Линтнер утверждал, что у компаний при расчетах с собственниками существует определенный целевой уровень дивидендов (величина дивидендов в абсолютном выражении). Компания меняет величину дивидендов, только если происходит долговременное и устойчивое изменение прибыли. Эту особенность Линтнер охарактеризовал как эффект «липкости».

Целевой уровень дивидендов зависит от ряда факторов:

- величины текущей прибыли;
- ожидаемой прибыли, которая зависит от перспектив роста отрасли;
- инвестиционной программы;
- волатильности цены акции, которой придерживаются менеджеры для удовлетворения интересов инвесторов;
- дивидендной политики компаний-конкурентов, акции которых по рискам являются субститутами акций рассматриваемой компании (фиксируется дивидендный выход);
- потребности поддерживать финансовую гибкость как доступ к различным источникам рынка капитала и займовую мощность, возможность привлекать заемные средства дополнительно;
- политики компании в отношении выпуска на рынок новых акций.

При изменении величины прибыли менеджеры корректируют целевой уровень дивидендов и реально выплачиваемый дивиденд в зависимости от выбираемой политики реакции на рыночные изменения (быстрой или замедленной).

Эмпирическое исследование позволило Линтнеру сформулировать несколько важных выводов:

- даже в годы падения прибыли менеджеры не стремятся снижать целевой уровень дивидендов;

- корректирование выплачиваемого дивиденда происходит в среднем за три года, и 75% менеджеров предпочитают медленную корректировку реального уровня выплачиваемых дивидендов, так как отдают предпочтение стабильности цены акции и дивиденда.

После публикации работы Ф. Модильяни и М. Миллера в 1961 г. [94, с. 411—433], доказывающей независимость (иррелевантность) рыночной стоимости компании от выбираемой политики расчетов с инвесторами, в начале 1960-х гг. разгорелась большая дискуссия о значимости дивидендной политики и факторах, ее определяющих.

Сторонники теории значимости и существования определенной дивидендной политики у каждой компании — Дж. Линтнер и М. Гордон. Выстраиваемые ими аргументы базируются на учете разного уровня риска текущих выплат и будущих выгод от направления прибыли на инвестиционные программы. Инвесторам безразлично, в каком виде получать доход — в виде дивидендов или через рост цены акции. Предпочтение текущих выплат (дивидендов) объяснялось через высокие риски будущих выгод, которые должны отразиться в цене акции. Для инвестора срабатывает народная мудрость «лучше синица в руке, чем журавль в небе».

Отказ компании от выплаты дивидендов увеличивает для инвесторов риск вложения денег в данную компанию и повышает требуемую доходность (k), что ведет к снижению справедливой рыночной стоимости акции (P) — это наглядно можно продемонстрировать в формуле Гордона формирования цены на базе дивидендов с постоянным темпом роста g :

$$P = \frac{DPS_0(1+g)}{k-g}.$$

Тезис Миллера — Модильяни об иррелевантности строится на определенных предпосылках относительно рынка, часто эти предпосылки называют «мир Модильяни — Миллера» или «рынок ММ». Последующие работы, снимающие предпосылки о совершенстве рынков, показали, что дивидендная политика значима.

На совершенном рынке инвесторы компании в состоянии самостоятельно выстроить необходимые им денежные поступления при любом денежном потоке, приходящем из компании. Если денежные средства не нужны для текущего потребления, то инвесторы могут реинвестировать их на рынке (включая покупку на полученные дивиденды акций компании). Если приходящих из компании средств недостаточно для финансирования нужд инвестора, то он может продать на рынке часть принадлежащих ему акций («создать дивиденд»), не потеряв при этом в соотношении «риск — доходность».

Изменения в доли прибыли, направляемой компанией на дивиденды при сохранении инвестиционной политики и политики заимствования (например, компания выпускает новые акции, и большее число акционеров претендует на получение дивидендов), меняют для инвестора величины дивидендной доходности и прироста капитала (стоимость акции уменьшится), но не меняют общую отдачу на вложенный капитал. Инвесторы получают более высокую дивидендную доходность при падении доходности прироста капитала:

$$TSR = \frac{Div}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}.$$

Несовершенства рынка нарушают эту идиллию. На несовершенных рынках, когда прирост капитала и дивиденды облагаются налогом с разными ставками и информация о принятии решений в компании не полна, приходит с опозданием и доступна разным заинтересованным группам в разном объеме, будущие выгоды от инвестиционных решений более рискованны, чем текущие выплаты дивидендов. В связи с этим рыночные инвесторы и финансовые директора рассматривают дивидендную политику как одну из форм коммуникаций с рынком, когда компания получает возможность подавать рынку «правильные сигналы». На несовершенном рынке дивидендная политика становится одним из рычагов (драйверов) создания стоимости.

Первое несовершенство — наличие налогов двух типов: налога на прибыль организации (так называемый корпоративный налог) и налога на доходы физических лиц (инвесторов, получающих проценты как владельцы заемного капитала и дивиденды и прирост цены доли (акции) как собственники). Чем выше налоговая нагрузка на компании и инвесторов, тем существеннее подвижки в логике принятия решений относительно расчетов с владельцами собственного капитала.

Теория налоговой дифференциации Р. Литценбергера и К. Рамасвами [92, с. 163—195] доказывает, что различия ставок налогов на дивиденды и на прирост капитала влияют на предпочтения инвесторов. Налоговые мотивы связаны с тем, что традиционно в мировой практике дивиденды облагаются более высоким подоходным налогом, чем прирост капитала. Кроме того, фактически в дивидендных выплатах имеет место двойное налогообложение, так как сначала компания платит с заработанной прибыли налог на прибыль, а затем с сумм, направляемых собственникам, еще вычитается подоходный налог. Выкуп акций компанией может производиться как из чистой прибыли, т.е. после уплаты налога на прибыль, так и из привлекаемого заемного капитала, когда прибыль отсутствует. В ряде стран из-за налоговых

оптимизаций политика выкупа акций запрещена. Следовательно, дивиденды невыгодны инвесторам.

Сопоставление налогообложения дивидендов со ставкой налога на прирост капитала в Российской Федерации позволяет сделать табл. 22.2. В ней акцентировано внимание на различиях в налогообложении для физических и юридических лиц, резидентов и нерезидентов, которые не относятся к налоговым режимам в форме упрощенного налогообложения или единого налога на вмененный доход, регулируемым отдельными нормативными актами.

Таблица 22.2

Налогообложение доходов от владения собственным капиталом компании и заемным капиталом

Физические лица — владельцы капитала		Юридические лица — владельцы капитала	
Нерезиденты	Резиденты*	Нерезиденты	Резиденты**
30% со всех доходов	Дивиденды — 9%	Ставка налога на прибыль — 20%	Ставка налога на прибыль — 24%
	Выгоды материальные (включая доход от продажи акций) — 13%	Дивиденды (которые получают иностранные компании) — 15%	Дивиденды — 9%
	Подарки, призы, выигрыши, процентный доход от владения заемным капиталом, превышающий ставку Банка России (доход от облигаций, банковских депозитов) — 35%	Доход от облигаций — 15%	

* Граждане Российской Федерации или не имеющие гражданства, но свыше полугода проживающие на территории Российской Федерации.

** Состоят на учете в Регистрационной палате.

Однако у налогового объяснения абсолютной невыгодности дивидендов есть исключения. Это так называемый эффект клиентуры (*clientele effect*). Разные инвесторы заинтересованы в различных акциях в зависимости от риска получаемого дохода и налоговых ставок (которые в большинстве стран мира являются прогрессивными, т.е. чем больше доход, тем выше ставка налога). В работе Ф. Блэка и М. Шуль-

ца 1974 г. выделена специфическая группа инвесторов (часто их называют «вдовами и сиротами»), которые требуют низкого риска по ценным бумагам и подпадают под низкие ставки налогообложения. Эта группа будет предпочитать дивиденды низкорискованных компаний (например, находящихся в стадии зрелости). Д. Даливал, М. Эрикссон и Р. Трезевант показали, что с увеличением дивидендных выплат у компании растет число подпадающих под льготное налогообложение дивидендов институциональных собственников [64, с. 179—194].

Другая группа инвесторов готова рисковать, так как вкладывает фактически «излишние деньги» и платит налоги по высокой ставке. Они предпочитают «акции роста». Выплата высоких дивидендов рискованной компанией приведет к несоразмерно низкой цене акции по сравнению с аналогичными компаниями без дивидендных выплат. Блэк и Шульц отметили, что компании подстраивают дивидендную политику под налогообложение инвесторов, которым компания подходит по уровню риска.

Таким образом, эффект клиентуры доказывает, что даже при наличии налогов на дивиденды на рынке присутствуют инвесторы, предпочитающие дивиденды, и компании, которые под них подстраиваются. Так как дивидендная политика может создать для компании определенный спрос на акции со стороны рыночных инвесторов, то за счет их привлечения менеджмент компании может инициировать рост цен акций. Главная задача здесь — оценить «клиентскую базу» получателей дивидендов и создать благоприятные условия для их прихода в компанию.

Очередное доказательство невыгодности дивидендов заключается в дороговизне для компании внешних источников финансирования реального мира. Так как на неконкурентном рынке дополнительная эмиссия акций предполагает установление скидки на рыночную цену, то получается, что стоимость такого элемента капитала, как вновь привлекаемый собственный капитал, становится выше не только из-за издержек на размещение (комиссионные андеррайтеру и т.п.), но и из-за скидки в соответствии с отрицательным наклоном кривой спроса. Более дорогими или совершенно недоступными становятся внешние источники в ситуации рациональности на финансовом рынке, когда высокая неопределенность на рынке или высокая концентрация в банковском секторе делает невозможным для малой или средней компании выйти на рынок заимствования, а неразвитость биржи не позволяет привлекать собственный капитал. Наличие дивидендов в таких условиях будет вести к сворачиванию инвестиционной программы и, как результат, к снижению цены акции. Получается, что

на несовершенных рынках финансировать развитие бизнеса гораздо дешевле за счет прибыли, чем за счет нового собственного капитала.

Выгоды высоких дивидендов отстаивают агентская концепция и сигнальная теория. Так же как и долговое бремя, дивиденды могут выступать «лекарством» для оппортунистически настроенных менеджеров. Действие лекарства проявляется через изъятие свободных от операционных обязательств денежных средств и понуждение менеджеров к реализации инвестиционных программ через работу с профессионалами финансового рынка (кредиторами или внешними собственниками). Как правило, такое взаимодействие сопровождается более тщательной проработкой бизнес-планов, инвестиционных расчетов, жестким финансовым контролем, экономическим мониторингом с учетом меняющейся ситуации на рынке. Собственно, этого и добиваются владельцы собственного капитала. Чем меньше национальная правовая среда защищает инвесторов, тем меньше уровень выплачиваемых дивидендов по странам [82, с. 1—33].

На основе сигнальной теории строятся модели, объясняющие значимость дивидендной политики для влияния на цены акций через демонстрацию информационного содержания дивидендов. Наиболее известна модель Миллера — Рока 1986 г. [95, с. 1031—1045], доказывающая, почему менеджерам важно через дивиденды подавать истинные сигналы инвесторам и чем чреваты ложные сигналы.

Особенность дивидендов в рамках сигнальных эффектов — подача смешанного сигнала инвесторам. С одной стороны, высокие дивиденды могут восприниматься как сигнал менеджеров о перспективах получения высокой прибыли и будущих инвестиций. С другой стороны, они могут свидетельствовать о сокращении инвестиций и потере возможностей роста.

Снятие предпосылки о рациональности поведения инвесторов приводит к еще одному взгляду на дивиденды компаний — поведенческой концепции (*behavioral concept*) инвестиционной привлекательности дивидендных акций и потакания интересам инвесторов со стороны компаний. В классической работе М. Бейкера и Дж. Вюрглера 2004 г. [52, с. 1125—1165, 53, с. 271—288] рассматривается эффект потакания интересам инвесторов, возникающий из-за невозможности фундаментальными факторами (изменение спроса на продукцию и полученную прибыль, стоимость денег на рынке и т.п.) объяснить перемены дивидендной политики (инициирование или прекращение выплат). Авторы доказывают наличие так называемой дивидендной премии в случае превышения рыночных цен акций над их справедливой оценкой и наличие «дивидендного дисконта» в цене в иные временные отрезки. Ди-

видендная премия рассчитывается как разница между логарифмами средних оценочных мультипликаторов «кратное балансовой оценке» (MV/BV) плательщиков и неплательщиков дивидендов.

Теория потока доказывает, что менеджеры дают инвесторам то, на что они в данный момент предъявляют инвестиционный спрос. Практический вывод — цель финансового управления заключается в получении рыночной премии (надбавки к цене), которая связана с обладанием компанией (акциями) с такими характеристиками, которые интересны (желаемы) инвесторам. При этом следует задействовать инструменты увеличения краткосрочной цены.

Еще один фактор, влияющий на выбор дивидендной политики, — значимость для компании нефинансовых стейкхолдеров. У компаний с высокой долей организационного капитала наблюдаются следующие особенности финансовой политики:

- преобладает консервативное финансирование за счет внутреннего собственного капитала;
- поддерживается высокий уровень денежных средств и ликвидности баланса, который позволяет выполнять подразумеваемые обязательства;
- низкая норма выплачиваемого дивиденда.

22.4. Альтернативные денежным формы взаимоотношений с акционерами

Выплата дивидендов акциями предполагает, что акционеры вместо денежных дивидендов получают акции компании. Такая форма имеет определенные преимущества для компаний:

- денежные средства остаются в компании и поддерживают платежеспособность;
- сохраняется имидж на рынке платящей дивиденды компании (сигнал такой же, как денежные дивиденды);
- увеличивается количество акций в обращении, что приводит к снижению цен акций. Это приводит к повышению ликвидности акций.

Дробление акций обычно проводится в дополнение к выплате дивидендов в денежной форме и не меняет доли выгод, причитающиеся инвесторам. Каждый собственник получает дополнительные акции пропорционально его доле собственности. Преимущества для компаний связаны с повышением ликвидности акций через снижение масштаба цен и через потенциальное увеличение числа акций в свободном об-

ращении, так как держатели акций могут часть своего пакета продать на рынке.

Выкуп акций предполагает направление свободных денежных средств компании собственникам через приобретение у них части пакета акций. Ряд экономистов доказывают, что этот вариант оказывает негативное влияние на благосостояние акционеров и порождает не очень корректные варианты ухода от подоходного налога. В ряде стран имеются ограничения на выкуп акций, в некоторых (например, в Германии) — такая практика запрещена.

В мировой практике программы обратного выкупа используются достаточно широко. Так, в 2007 г. компания Nestle при существенном росте финансовых показателей за первое полугодие (выручка выросла на 8,4%, прибыль на 18%), а также при завершении запланированных ранее поглощений и получении средств от продажи активов (производителя средств для ухода за глазами Alcon) объявила о трехлетней программе выкупа акций. Было принято решение направить на выкуп порядка 20,6 млрд дол. Аналогичная программа реализовалась основным конкурентом компании — Procter&Gamble, объявившей о намерении направить на выкуп порядка 30 млрд дол., а также компанией Unilever.

У ряда компаний российского рынка также существуют программы выкупа акций (или депозитарных расписок). Например, сотовый оператор ОАО «МТС», пивоваренная компания «Балтика» активно выкупают собственные акции с рынка. Как правило, такие программы преследуют четыре цели:

- 1) краткосрочное вложение денег с ориентацией на получение экономического эффекта, т.е. приобретение недооцененных на рынке акций. Выкуп собственных акций может быть рассмотрен инвесторами как сигнал о вере менеджмента в потенциал роста компании, особенно при существенной недооцененности акций на рынке, что имело место по компании АФК «Система», которая объявила в 2007 г. план выкупа с открытого рынка в размере примерно 1% акций;
- 2) формирование запаса акций для реализации опционных программ вознаграждения менеджеров и персонала;
- 3) создание запаса для использования в качестве валюты в сделках по покупке контроля;
- 4) введение налоговой экономии для собственников, так как в ряде стран налог на прирост капитала меньше, чем налог на дивиденды, и существует ряд льгот, позволяющих часть выгод вывести из-под налогообложения.

В мировой практике решения о направлении средств на выкуп акций обычно касаются «сверхдоходов», которые носят разовый, случайный характер. Повышать дивидендные выплаты и создавать для инвесторов эффект высоких ожиданий относительно текущих выплат на базе нетипичных доходов компании было бы неверно. В то же время не распределять свободные денежные средства также опасно, так как велика вероятность их неэффективного использования менеджментом (так называемый эффект денежных потоков, который сопровождается агентские конфликты). В адрес руководства компании от финансовых аналитиков и консультантов поступают рекомендации о необходимости выкупа акций за счет полученных сверхдоходов.

В научной литературе не получен однозначный ответ на вопрос: является ли выкуп акций абсолютным субститутым денежных дивидендов (выполняется ли гипотеза замещения)? Так как число акций в обращении уменьшается, то прибыль на одну акцию (*EPS*) растет, что может привести к росту цены акции на рынке. Сторонники гипотезы замещения отстаивают позицию, что поскольку у компании сокращается свободный денежный поток, работает дисциплинирующий рычаг на менеджмент. Влияние на справедливую стоимость акционерного капитала такое же, как денежные дивиденды. Противники этой гипотезы отсылают к клиентскому фактору, когда сокращение числа компаний с выплатами дивидендов, в которых заинтересованы институциональные инвесторы (например, пенсионные фонды), приводит к росту спроса на дивидендные акции других компаний, что приводит к росту их справедливой акционерной стоимости. Изменение биржевой цены акции чувствительно к выбираемому методу выкупа акций.

Основные методы выкупа акций представлены на рис. 22.3.

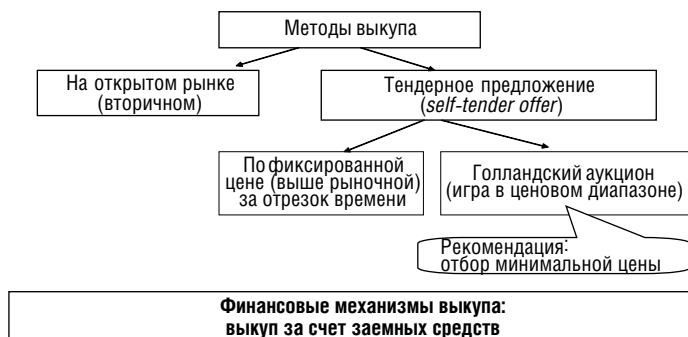


Рис. 22.3. Выкуп акций как элемент политики взаимоотношений с собственниками

Контрольные вопросы

1. Что понимается под термином «дивидендная политика компании»?
2. Какой тип дивидендной политики, по мнению Дж. Линтнера, является преобладающим? Что понимается под «липкостью дивидендов»?
3. Как рассчитывается норма дивидендного выхода?
4. Какие показатели дивидендной политики часто фиксируют компании для выстраивания взаимоотношений с рыночными инвесторами?
5. Как снятие предпосылок о совершенстве финансового рынка порождает набор факторов, влияющих на выбор дивидендной политики?
6. Какие альтернативные формы расчетов с инвесторами используют компании?
7. Какие изменения происходят в политике дивидендных выплат на развитых и на развивающихся рынках?

НАЛОГОВЫЕ АСПЕКТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ

Финансовый результат деятельности предприятия могут существенно снизить налоговые расходы. В связи с этим проблема правильности исчисления размера налоговых платежей является одной из важных составляющих вопросов управления финансами компании. Решение данной проблемы требует специальных знаний налогового законодательства Российской Федерации, а также практики его применения. Освоение механизма исчисления каждого налога позволяет компаниям правильно планировать свои обязательства перед государством и тем самым снижать возможные финансовые риски, связанные с доначислением недоимки и уплатой штрафных санкций.

Рассмотрению указанных вопросов посвящена часть VII учебного пособия.

Глава 23

Налоговые условия функционирования компании

Для характеристики налоговой среды ведения бизнеса в России необходимо знать основы налогового законодательства, свои права и обязанности в области налогообложения, а также отдельные процедуры и правила, с которых следует начинать общение с налоговыми органами.

23.1. Налогоплательщики и их регистрация

Для ведения бизнеса в России, согласно Гражданскому кодексу Российской Федерации (ГК РФ), необходимо создать и зарегистрировать юридическое лицо (компанию в виде существующих организационно-правовых форм, например, акционерное общество, общество с ограниченной ответственностью и т. д.) либо зарегистрироваться как индивидуальный предприниматель без образования юридического

лица (ИП). В процессе такой регистрации юридические лица заносятся в Единый государственный реестр юридических лиц (ЕГРЮЛ), а индивидуальные предприниматели — в Единый государственный реестр индивидуальных предпринимателей (ЕГРИП). Для упрощения регистрационных процедур данная функция возложена на налоговые органы. Таким образом, юридические лица и физические лица — предприниматели одновременно с юридической регистрацией регистрируются и как налогоплательщики.

Справка. На 1 января 2012 г. в России зарегистрировано (внесено в ЕГРЮЛ) 4 542 095 юридических лиц, в том числе 3 845 173 (84,7%) коммерческих и 696 922 (15,3%) некоммерческих организаций. Из числа первых 3 562 329 (92,6%) зарегистрировано в форме общества с ограниченной ответственностью, а 182 405 (4,7%) — в форме акционерных обществ. Численность зарегистрированных ИП составляет 3 957 324 человек, крестьянских (фермерских) хозяйств — 146 735 человек.

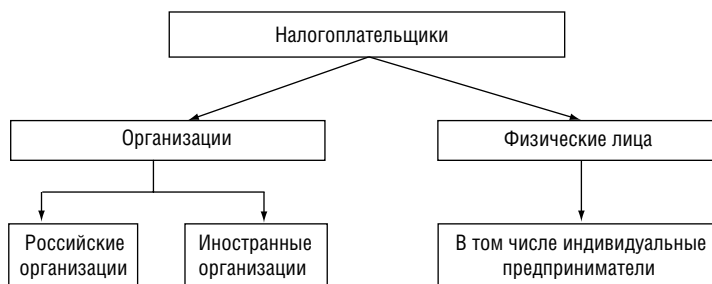


Рис. 23.1. Налогоплательщики, действующие на территории Российской Федерации

Согласно налоговому законодательству, к налогоплательщикам относятся организации и физические лица, на которых возложена обязанность уплачивать соответственно налоги или сборы (рис. 23.1):

организации — все юридические лица, образованные в соответствии с законодательством Российской Федерации или законодательством иностранных государств. К организациям также могут относиться международные организации, филиалы и представительства, созданные на территории Российской Федерации;

физические лица — граждане Российской Федерации, иностранные граждане и лица без гражданства, в том числе ИП, зарегистрированные в установленном порядке по месту своего жительства (месту регистрации) и осуществляющие предпринимательскую деятельность без образования юридического лица, а также частные нотариусы, частные охранники, частные детективы.

При этом физические лица, осуществляющие предпринимательскую деятельность, но не зарегистрировавшиеся в качестве индивидуальных предпринимателей в нарушение требований гражданского законодательства Российской Федерации, при исполнении обязанностей, возложенных на них НК РФ, не вправе ссылаться на то, что они не являются индивидуальными предпринимателями.

Организации и физические лица, имеющие принадлежащее им недвижимое имущество или транспортные средства, подлежат постановке на учет как налогоплательщики также и по месту нахождения имущества и транспортных средств.

Регистрируя юридический статус для ведения бизнеса в той или иной форме, юридические лица и индивидуальные предприниматели одновременно регистрируются налоговыми органами как налогоплательщики с присвоением им индивидуального номера налогоплательщика (ИНН).

Возникает вопрос: если физические лица не ведут предпринимательскую деятельность, но получают доходы, с которых взимается налог (в виде заработной платы, от продажи своего имущества и др.), должны ли они пройти регистрацию как налогоплательщики? Закон не обязывает физических лиц осуществлять действия по такой регистрации. В то же время государственные органы, выдающие свидетельства о рождении, гражданские паспорта, осуществляющие регистрацию физических лиц по месту жительства, а также учреждения, осуществляющие государственную регистрацию сделок с объектами недвижимости, транспортными средствами, совершающие нотариальные действия и т.п., обязаны сообщать сведения в налоговые органы о физических лицах, действия с которыми они осуществляют. На основе этой информации налоговые органы ведут учет налогоплательщиков, а также присваивают им ИНН.

Любое физическое лицо может получить свидетельство о постановке на налоговый учет и свой индивидуальный номер налогоплательщика в налоговой инспекции по месту жительства. Однако если физическое лицо не получило такое свидетельство или не хочет его получать, то никаких санкций за это законодательство не предусматривает.

Возникает вопрос: какие налоговые последствия влечет за собой постановка на учет в качестве налогоплательщика и присвоение ИНН? Сам факт постановки на налоговый учет не вызывает налоговых последствий. Обязательства по уплате налога возникают у налогоплательщиков в момент появления объекта налогообложения: дохода, имущества, прибыли и т.д.

Далее рассмотрим, с каких объектов налогообложения и какие виды налогов предусмотрены к уплате действующим налоговым законодательством. Но вначале определимся, что же такое налоги и почему их необходимо платить, а также какие функции они выполняют.

23.2. Налоговая система Российской Федерации¹

Совокупность принципов, норм и правил взимания налогов, а также совокупность взимаемых на территории государства видов налогов образуют *налоговую систему государства* и закрепляются соответствующим законодательством. В результате этого налог становится правовой категорией.

Правовые основы действующей налоговой системы в нашей стране были заложены Законом Российской Федерации от 27 декабря 1991 г. № 2118-1 «Об основах налоговой системы в Российской Федерации»¹. Основой налогового права и законодательства о налогах и сборах в настоящее время служит Налоговый кодекс Российской Федерации. Его первая, так называемая общая, часть вступила в действие с 1 января 1999 г.

Налоговый кодекс РФ — это основной законодательный акт о налогах, который устанавливает систему налогов и сборов, а также общие принципы налогообложения, в том числе:

- виды налогов и сборов, взимаемых в Российской Федерации;
- основания возникновения и порядок исполнения обязанностей по уплате налогов и сборов;
- принципы установления, введения в действие и прекращения действия ранее введенных налогов субъектов Российской Федерации и местных налогов;
- права и обязанности налогоплательщиков, налоговых органов и других участников отношений;
- формы и методы налогового контроля;
- ответственность за совершение налоговых правонарушений;
- порядок обжалования актов налоговых органов и действий (бездействия) их должностных лиц.

Кроме НК РФ к законодательству о налогах и сборах относятся также законы о налогах субъектов Российской Федерации и нормативные правовые акты по местным налогам муниципальных образований, принимаемые в соответствии с НК РФ.

¹ Утратил силу с 1 января 2005 г. на основании Федерального закона от 29 июля 2004 г. № 95-ФЗ.

Поскольку экономическая ситуация в стране постоянно изменяется, меняются размеры государственного бюджета, источники его наполнения, постольку и налоговая система постоянно корректируется. Если в экономической жизни страны происходят кардинальные изменения, то возникает необходимость в реформировании налоговой системы. В каком направлении будет изменяться налогообложение в ближайшие годы, определяется налоговой политикой государства. Первое реформирование налоговой системы Российской Федерации началось с 1 января 2001 г. Проводимая налоговая реформа должна была стать важнейшим условием обеспечения экономического роста, развития предпринимательской деятельности, привлечения в страну иностранных инвестиций, а также ликвидации теневой экономики. Основные направления реформы:

- снижение налоговой нагрузки;
- упрощение налоговой системы путем сокращения количества налогов и максимальной унификации режимов их исчисления и уплаты;
- обеспечение стабильности налоговой системы;
- совершенствование налогового администрирования, направленного на пресечение практики уклонения от налогообложения, а также на безусловное обеспечение законных прав налогоплательщиков.

Налоговая политика данного периода ориентирована на создание благоприятных условий для расширения экономической деятельности и перехода экономики на инновационный путь развития. На достижение указанных целей будут направлены и дальнейшие изменения в налоговом законодательстве.

В Налоговом кодексе РФ под **налогом** понимается обязательный, индивидуально безвозмездный платеж, взимаемый с организаций и физических лиц в форме отчуждения принадлежащих им на праве собственности, хозяйственного ведения или оперативного управления денежных средств в целях финансового обеспечения деятельности государства и (или) муниципальных образований [1, ст. 8].

Таким образом, в понятии «налог» заложены важные элементы юридического характера:

- уплата налога — обязанность налогоплательщика;
- налог взыскивается на условиях безвозмездности;
- целью взимания налога является обеспечение расходных обязательств государства в целом.

Основопологающим юридическим признаком налога является законность его установления и введения. Установление налога, а также

его взимание осуществляются в порядке и на условиях, определяемых законодательными актами. На основании этого обязательного признака любые обязательные платежи, не установленные и не предусмотренные законом, не могут считаться налогами.

В соответствии с российским законодательством налог считается установленным лишь в том случае, когда определены налогоплательщики и *элементы налогообложения*, а именно:

- объект налогообложения;
- налоговая база;
- налоговый период;
- налоговая ставка;
- порядок исчисления налога;
- порядок и сроки уплаты налога.

В необходимых случаях при установлении налога могут также предусматриваться налоговые льготы и основания для их использования налогоплательщиком, прописанные в НК РФ. Налогоплательщик вправе отказаться от использования льготы или приостановить ее использование, если иное не предусмотрено законом. Налоговые льготы не являются обязательным атрибутом налогообложения.

Действующие в российской экономике налоги можно классифицировать как минимум по трем признакам:

- по способу взимания: прямые и косвенные;
- территории их действия: федеральные, региональные и местные;
- объектам налогообложения.

Прямые налоги ориентированы либо на обложение доходов от предпринимательства (например, налог на прибыль), либо на обложение доходов населения (например, подоходный налог), либо на обложение имущества (налог на имущество организаций или физических лиц, транспортный налог, земельный налог). В отличие от прямых *косвенные налоги* — это налоги на потребление, которые взимаются в результате реализации (продажи) товара или услуги. Налоги этой группы, независимо от облагаемых ими стадий производства, направлены на конечное потребление и включаются в цену продукции (работ, услуг). К косвенным налогам относятся налог на добавленную стоимость, акцизы и таможенные пошлины. В России таможенные пошлины регулируются не НК РФ, а Таможенным кодексом Российской Федерации и, таким образом, не входят в систему действующих налогов.

Налог на добавленную стоимость (НДС) взимается с каждого акта продажи в форме изъятия в бюджет части прироста стоимости, которая создается на всех стадиях производства от сырья до предметов потребления.

Акцизы и таможенные пошлины также направлены на обложение потребления, но не всего, а лишь его определенных частей, и несут не только фискальную, но и иную целевую нагрузку (часто ограничительную). Так, например, акцизами облагаются определенные товарные группы (прежде всего алкогольная и табачная продукция), что дает возможность с помощью высоких цен несколько ограничить их потребление. Таможенными пошлинами облагаются лишь импортные товары, т.е. наряду с фискальными целями пошлины могут использоваться для защиты отечественных производителей.

В зависимости от объектов налогообложения в налоговой системе Российской Федерации установлено 13 видов налогов и два вида сборов, а также четыре специальных налоговых режима.

К федеральным налогам и сборам относятся:

- налог на добавленную стоимость;
- акцизы;
- налог на доходы физических лиц;
- налог на прибыль организаций;
- налог на добычу полезных ископаемых;
- водный налог;
- сборы за пользование объектами животного мира и за пользование объектами водных биологических ресурсов;
- государственная пошлина.

Региональные налоги включают:

- налог на имущество организаций;
- налог на игорный бизнес;
- транспортный налог.

К местным налогам относят:

- земельный налог;
- налог на имущество физических лиц.

В различных регионах уровень налоговой нагрузки может отличаться. При этом ставка налога (полностью или частично), а также льготы могут устанавливаться на региональном или местном уровне. Например, ставка налога на прибыль (20%) частично устанавливается на региональном уровне (2% поступает в федеральный бюджет, а в региональный от 13,5 до 18%), налог на имущество предприятий (в диапазоне до 2,2%).

Кроме того, при наличии филиалов или подразделений в разных регионах данная структура налогов приводит к необходимости уплачивать налоги в разные бюджеты по разным ставкам, а также вставать на учет и представлять отчетность в каждом месте деятельности.

Следует отметить, что российское налоговое законодательство для отдельных категорий налогоплательщиков предусматривает специальные (более льготные) налоговые режимы:

единый налог для сельхозпроизводителей — режим, цель которого снизить налоговые расходы для организаций и индивидуальных предпринимателей, занимающихся производством сельскохозяйственной продукции;

единый налог на вмененный доход (ЕНВД) — режим, позволяющий мелкому бизнесу в сфере торговли и услуг населению снизить не только расходы на уплату налогов, но и упростить саму процедуру учета и налогового контроля;

упрощенная система налогообложения — режим для малого и среднего бизнеса, стимулирующий развитие данной категории предпринимательства как основы экономики государства;

соглашение о разделе продукции — особый режим для организаций-инвесторов, вкладывающих средства в разработку месторождений полезных ископаемых на период действия соглашений, когда организациям сложно планировать финансовые результаты своей деятельности. Соглашения заключаются в соответствии с Федеральным законом от 30 декабря 1995 г. № 225-ФЗ «О соглашениях о разделе продукции».

Какие налоги уплачивают организации, которые работают по специальным налоговым режимам, мы рассмотрим в главе 24.

В таблице 23.1 представлена взаимосвязь между категориями налогоплательщиков, работающих на общей системе налогообложения, объектами налога и уплачиваемыми налогами.

Таблица 23.1

Виды налогов и объекты налогообложения для налогоплательщиков, работающих на общей системе налогообложения

Виды налогов	Объект налогообложения	Организации	Физические лица (индивидуальные предприниматели)	Физические лица (не занимающиеся предпринимательской деятельностью)
Налог на добавленную стоимость (НДС)	Реализация товаров (работ, услуг) на территории Российской Федерации	+	+	—

Продолжение

Виды налогов	Объект налогообложения	Организации	Физические лица (индивидуальные предприниматели)	Физические лица (не занимающиеся предпринимательской деятельностью)
Акцизы на отдельные виды товаров	Реализация подакцизных товаров на территории Российской Федерации их производителями	+	+	—
Налог на прибыль	Прибыль	+	—	—
Налог на доходы физических лиц	Доходы, полученные из разных источников	—	+	+
Налог на добычу полезных ископаемых (НДПИ)	Пользователи недр в соответствии с законодательством Российской Федерации	+	+	—
Налог на имущество организаций	Движимое и недвижимое имущество, учитываемое на балансе организации	+	—	—
Транспортный налог	Транспортные средства, зарегистрированные в соответствии с законодательством Российской Федерации	+	+	+
Налог на игорный бизнес	Игровой стол, игровой автомат, касса тотализатора, касса букмекерской конторы	+	+	—

Окончание

Виды налогов	Объект налогообложения	Организации	Физические лица (индивидуальные предприниматели)	Физические лица (не занимающиеся предпринимательской деятельностью)
Земельный налог	Земельные участки, находящиеся в собственности	+	+	+
Налог на имущество физических лиц	Недвижимое имущество, находящее в собственности	—	—	+

Финансовые ресурсы государства формируются также и за счет сборов. В соответствии с НК РФ под **сбором** понимается обязательный взнос, взимаемый с организаций и физических лиц, уплата которого является одним из условий совершения в отношении плательщиков сборов государственными органами, органами местного самоуправления, иными уполномоченными органами и должностными лицами юридически значимых действий, включая предоставление определенных прав или выдачу разрешений (лицензий) [1, ст. 8].

Сборы, уплачиваемые организациями, индивидуальными предпринимателями и физическими лицами:

- государственная пошлина — сбор, взимаемый при обращении в государственные и иные органы;
- сбор за пользование объектами животного мира и за пользование объектами водных биологических ресурсов. Взимается при получении соответствующего разрешения на право пользования данными объектами.

Виды налогов и сборов — важнейший элемент налоговой системы. Однако не менее значимыми элементами налоговой системы являются совокупность норм взимания налогов: кто и когда должен уплачивать налоги, какие применяются формы и методы налогового контроля, какова ответственность за налоговые нарушения.

23.3. Права и обязанности налогоплательщиков и налоговых органов

Единство налоговой системы прежде всего означает единство правовой базы налогообложения; порядка ведения бухгалтерского (налогового) учета; единство валюты, в которой должны уплачиваться налоги и сборы органов, осуществляющих налоговый контроль; единообразии санкций за нарушения законодательства о налогах и сборах.

Налоговые отношения регулируются нормами налогового права. *Субъектами налоговых правоотношений* являются, помимо налогоплательщиков (плательщиков сборов), также налоговые агенты, налоговые органы и таможенные органы (в отношении НДС и акцизов, взимаемых при пересечении товарами границы Российской Федерации) (рис. 23.2).



Рис. 23.2. Участники налоговых отношений

Налоговые агенты — лица, на которых в соответствии с НК РФ возложены обязанности по исчислению, удержанию налога у налогоплательщика и перечислению его в бюджетную систему Российской Федерации. Например, работодатель, выступающий в роли налогового агента, сразу удерживает и перечисляет налог на доходы физических лиц в размере 13% при выплате заработной платы.

Налоговые органы — федеральный орган исполнительной власти, уполномоченный по контролю и надзору в области налогов и сборов.

Налоговыми органами являются Федеральная налоговая служба (ФНС России) и ее территориальные органы. С 2004 года в результате проводимой административной реформы ФНС России нахо-

дится в ведении Минфина России. Главной задачей налоговых органов является контроль за соблюдением законодательства о налогах и сборах, а также правильностью исчисления, полнотой и своевременностью уплаты (перечисления) в бюджетную систему страны налогов и сборов. Налоговые органы имеют определенные права, предусмотренные НК РФ, о которых стоит знать налогоплательщику [1, ст. 31].

Основные *права налоговых органов* в отношении организаций и индивидуальных предпринимателей:

- требовать от налогоплательщика или налогового агента документы по установленным формам, служащие основанием для исчисления и уплаты (удержания и перечисления) налогов, а также документы, подтверждающие правильность исчисления и своевременность уплаты налогов и сборов;
- приостанавливать операции по счетам налогоплательщиков (налоговых агентов) в банках и налагать арест на их имущество согласно процедурам НК РФ;
- проводить налоговые проверки (выездные и камеральные), осматривать (обследовать) помещения и территории, используемые налогоплательщиком для извлечения дохода либо связанные с содержанием объектов налогообложения независимо от места их нахождения, проводить инвентаризацию имущества;
- определять суммы налогов, подлежащих уплате в бюджетную систему Российской Федерации, расчетным путем на основании имеющейся информации в следующих случаях:
 - непредставление налогоплательщиком необходимых документов,
 - отказ допустить должностных лиц налогового органа к осмотру помещений и территорий,
 - ведение учета с нарушением установленного порядка, приведшего к невозможности исчислить налоги;
- взysкивать недоимки по налогам и сборам, а также пени и штрафы в порядке, установленном НК РФ.

Кроме того, в рамках налогового контроля налоговые органы обязаны [1, ст. 32]:

- вести учет организаций и физических лиц;
- бесплатно информировать (в том числе в письменной форме) налогоплательщиков о законодательстве о налогах и сборах, действующих налогах и сборах, порядке исчисления и уплаты налогов и сборов, предоставлять формы налоговых деклараций (расчетов) и разъяснять порядок их заполнения;

- принимать решение о возврате или зачете излишне уплаченных или излишне взысканных сумм налогов, пеней и штрафов в порядке, предусмотренном НК РФ;
- представлять налогоплательщику или налоговому агенту по его запросу справки о состоянии расчетов по налогам, сборам, пеням и штрафам.

Налоговые органы также осуществляют контроль и надзор за соблюдением требований к контрольно-кассовой технике, порядком и условиями ее регистрации и применения; за полнотой учета денежных средств в организациях и у индивидуальных предпринимателей. При этом налоговые органы несут ответственность за убытки, причиненные налогоплательщикам вследствие своих неправомерных действий (решений), а равно неправомерных действий (решений) или бездействия должностных лиц и других работников налоговых органов.

Ни один налогоплательщик не застрахован от налоговой проверки, которая является настоящим испытанием для бухгалтеров и руководства организаций. В соответствии с действующим законодательством налоговые органы имеют право проводить проверки налогоплательщиков, плательщиков сборов и налоговых агентов.

Целью налоговых проверок является правильность исчисления и своевременность уплаты налогов. Налоговые проверки могут охватывать не более трех календарных лет деятельности налогоплательщика (плательщиков сборов, налоговых агентов), предшествующих году проверки.

Налоговые проверки подразделяются на камеральные и выездные. *Камеральная налоговая проверка* проводится по месту нахождения налогового органа в течение трех месяцев на основе налоговых деклараций и документов, представленных налогоплательщиком, а также других документов о деятельности налогоплательщика, имеющихся у налогового органа. *Выездная налоговая проверка* проводится на территории (в помещении) налогоплательщика на основании решения руководителя налогового органа.

Налоговые органы не вправе проводить две и более выездные проверки по одним и тем же налогам за один и тот же период. При этом продолжительность проверки составляет не более двух месяцев, однако данный срок может быть продлен до четырех, а в исключительных случаях до шести месяцев.

Если при проведении камеральных или выездных налоговых проверок возникает необходимость получения дополнительной информации о деятельности налогоплательщика или плательщика сборов,

связанной с иными лицами, то налоговым органом могут быть истребованы у этих лиц документы, связанные с деятельностью проверяемого в рамках *встречной проверки*.

В случае неуплаты или неполной уплаты налога в установленный срок производится взыскание налога за счет денежных средств на счета налогоплательщика в банке или иного имущества.

За невыполнение или ненадлежащее выполнение возложенных на него обязанностей налогоплательщик (налоговый агент, а также плательщик сборов) несет налоговую ответственность, которая установлена НК РФ.

Ответственность за налоговые правонарушения. Итак, все организации и индивидуальные предприниматели для ведения предпринимательской деятельности обязаны зарегистрироваться и встать на учет в налоговых органах. Организация, имеющая обособленные подразделения, недвижимое имущество или транспортные средства, обязана встать на учет как по своему месту нахождения, так и по месту нахождения каждого подразделения и месту нахождения имущества.

Если организации и индивидуальные предприниматели занимаются предпринимательской деятельностью, не встав на учет в налоговых органах (по месту нахождения организации или по месту жительства индивидуального предпринимателя), то, согласно гражданскому законодательству, такая деятельность признается незаконной. Что же касается налогового законодательства, то при ведении деятельности организацией или индивидуальным предпринимателем без постановки на учет в налоговом органе влечет взыскание штрафа в размере 10% от доходов, полученных в течение указанного времени в результате такой деятельности, но не менее 40 тыс. руб. [1, ст. 116];

Для информирования других участников сделки о законности своей деятельности организации и индивидуальные предприниматели присвоенный им ИНН указывают во всех основных документах, сопровождающих сделку, а именно договорах, платежных документах и т.п.

Обязанность налогоплательщика уплачивать законно установленные налоги и сборы считается исполненной после:

- предъявления в банк поручения на уплату соответствующего налога при наличии достаточного денежного остатка на счете налогоплательщика;
- удержания налога налоговым агентом, если обязанность по удержанию налога возложена на налогового агента;
- вынесения налоговым органом или судом решения о зачете излишне уплаченных или излишне взысканных сумм налогов.

Неисполнение или ненадлежащее исполнение обязанности по уплате налога является основанием для санкций и направления налоговым органом требования налогоплательщику об уплате налога.

В НК РФ прописано, что неуплата или неполная уплата сумм налога (сбора) в результате занижения налоговой базы, иного неправильного исчисления налога или других неправомерных действий (бездействия) влечет взыскание штрафа в следующих размерах [1, ст. 122]:

- если неумышленно, то 20% от неуплаченной суммы налога (сбора);
- если деяния совершены умышленно, то 40% от неуплаченной суммы налога (сбора).

Неправомерное неперечисление (или неполное перечисление) сумм налога, подлежащего удержанию и перечислению налоговым агентом, также влечет взыскание штрафа в размере 20% от суммы, подлежащей уплате.

За грубое нарушение организацией правил учета доходов и (или) расходов и (или) объектов налогообложения предусмотрена следующая ответственность [1, ст. 120]:

- если деяние совершено в течение одного налогового периода — штраф в размере 10 тыс. руб.;
- если деяния совершены в течение более одного налогового периода — 30 тыс. руб.;
- если они повлекли занижение налоговой базы — штраф в размере 20% от суммы неуплаченного налога, но не менее 40 тыс. руб.

Под грубым нарушением правила учета понимается отсутствие первичных документов счетов-фактур, регистров бухгалтерского учета, систематическое несвоевременное или неправильное отражение на счетах бухгалтерского учета и в отчетности хозяйственных операций, денежных средств, материальных ценностей, нематериальных активов и финансовых вложений налогоплательщиков.

За ненадлежащее выполнение возложенных обязанностей налогоплательщик также несет налоговую ответственность [1, ст. 118, 119]:

- за нарушение срока представления информации об открытии или закрытии счета в банке — штраф в размере 5 тыс. руб.;
- непредставление налоговой декларации в срок — 5% от суммы налога, подлежащей уплате (или доплате) на основе этой декларации, за каждый полный или неполный месяц со дня, установленного для ее представления, но не более 30% от указанной суммы и не менее 1000 руб. Если по истечении установленного срока прошло более 180 дней, то взимается штраф в размере 30% общей суммы налога, подлежащей уплате на основе этой декларации,

и 10% за каждый последующий месяц и другие санкции, установленные НК РФ;

- несоблюдение порядка представления расчета (налоговой декларации) в электронном виде влечет взыскание штрафа в размере 200 руб.

Для того чтобы налогоплательщик исполнил свои обязанности в установленный налоговым законодательством срок, применяются разные способы: залог имущества, поручительство, приостановление операций по счетам налогоплательщика, арест имущества, начисление пени [1, глава 11]. *Пеня* начисляется за каждый календарный день просрочки исполнения обязанности по уплате налога, начиная со следующего за установленным законодательством дня уплаты налога, и определяется в процентах от неуплаченной суммы налога в размере $\frac{1}{300}$ действующей ставки рефинансирования ЦБ РФ.

Таким образом, при неправильном исчислении налога, а следовательно, его неуплате или несвоевременной уплате компании несут финансовые потери в виде:

- суммы недоимки в размере неуплаченного налога;
- штрафа в размере, установленном соответствующей статьей НК РФ в зависимости от вида налогового правонарушения;
- пени за несвоевременную уплату налога.

Контрольные вопросы

1. Какова экономическая сущность налога?
2. Какие функции выполняет налог?
3. Актуальны ли принципы налогообложения в современных условиях?
4. Чем отличается налоговая система от системы налогов?
5. Какие обязательные элементы должен содержать налог?
6. Кто обязан исчислять налоги?
7. Каким законодательством установлены права и обязанности налогоплательщика и налоговых органов?

Налоговое планирование в компании¹

Ознакомившись с основами налогового законодательства, необходимо разобраться с механизмом расчета налогов, которые необходимо уплачивать конкретной компании, а также с организацией этого процесса в компании, а именно: когда надо считать размер предстоящих налогов, кто этим должен заниматься и т.д.

Рассчитать сумму, которую необходимо отдать государству в виде налогов, можно до принятия управленческих решений, а можно уже после того, как прошли все сделки и завершен отчетный период. В последнем случае результаты могут быть неожиданными для руководства и менеджмента компании, если вдруг выяснится, что большую часть заработанного необходимо отдать бюджету.

На данном этапе в деятельности многих предприятий, особенно среднего и малого бизнеса, такой подход встречается довольно часто: налоговые расходы компании являются отражением в течение определенного периода времени операций, совершенных менеджментом компании, как то: продажи товаров (работ, услуг), закупки различных товарно-материальных ценностей, выплаты заработной платы и т.п. Другими словами, налоговые расходы отражаются как некий «хвост» уже совершенных действий. Учетом таких расходов занимаются бухгалтерские службы организации. Оценку налоговым расходам относительно финансового результата компании ее руководитель дает уже после совершения всех операций. Руководители таких предприятий не уделяют должного внимания вопросам налогообложения, отдавая приоритет решению управленческих задач. Если же руководство компании и задумывается о налоговых последствиях своей деятельности до ее начала, то, как правило, сразу с позиции сокращения подобных расходов, используя те или иные «схемы минимизации налогов». И тот и другой подход заканчиваются тем, что в лучшем случае налоговыми органами компании доначисляются налоги, штрафы, пени, а в худшем — руководители предприятия привлекаются к уголовной ответственности, а также могут привести к иным налоговым рискам для компании.

Чтобы не допускать финансовых и иных налоговых рисков, менеджменту компании необходимо заниматься вопросами налогового планирования до принятия управленческих решений.

¹ В данной главе рассматриваются общие вопросы налогового планирования в деятельности компаний без учета особенностей в отдельных отраслях и сферах деятельности.

24.1. Понятие, цели, задачи и направления налогового планирования

Поскольку *налог*, как отмечалось выше, — это *изъятие в пользу государства части имущества налогоплательщика*, очевидно, что налогоплательщик стремится уменьшить «ущерб», наносимый таким изъятием. Существует два пути: незаконный и законный. Незаконное снижение налоговых расходов связано, как правило, с уклонением тем или иным образом от уплаты налогов, что в большинстве случаев влечет уголовную ответственность. Снижение налоговых расходов с использованием норм налогового законодательства часто называют «*налоговой оптимизацией*» и определяют ее в качестве цели налогового планирования компании, а нередко именуют самым «*налоговым планированием*».

Такой подход, на наш взгляд, не только сужает само понятие «налоговое планирование», но и искажает его цели. Ведение бизнеса неизменно связано с множеством рисков, в том числе и с риском неправильного исчисления налогов. Практика последних лет свидетельствует о том, что в результате неверного применения норм налогового законодательства у компании возникает финансовая ответственность перед государством в таких размерах, что приводит к потере самого бизнеса, а руководство компании к уголовной ответственности.

По нашему мнению, с позиций менеджмента компании целью налогового планирования является устранение или снижение налоговых рисков, связанных с исчислением, уплатой и оптимизацией налоговых расходов предприятия. Под **налоговым планированием** следует понимать процесс определения налоговых издержек компании и возможное их снижение в рамках действующего законодательства до принятия различных управленческих решений и совершения самих хозяйственных операций (сделок).

Задачами налогового планирования являются:

- определение налоговых издержек (налогоемкости) планируемых управленческих решений, бизнес-проектов, отдельных сделок и хозяйственных операций;
- определение налоговых издержек (налогового бюджета) и налоговой нагрузки действующего предприятия за определенный период;
- снижение налоговых издержек на законном основании (налоговая оптимизация).

Налоговые издержки — сумма налогов, которую необходимо начислить к уплате в бюджет за налоговый (отчетный) период или по результатам сделки.

Налоговая нагрузка предприятия — отношение общей суммы начисленных к уплате в бюджет налогов к величине полученного дохода за налоговый (отчетный) период в процентах.

Налогоемкость сделки (операции) — отношение суммы начисленных по данной сделке (операции) налогов к величине дохода по данной сделке (операции) в процентах.

Под доходом понимается стоимость реализованной продукции (работ, услуг) с косвенными налогами.

Направления налогового планирования. В силу множества управленческих решений, сделок и операций, совершаемых менеджментом компании ежедневно и на разных этапах деятельности предприятия, направления налогового планирования, процедуры исчисления и оптимизации налоговых издержек также многообразны.

В рамках данного учебника рассматриваются общие вопросы налогового планирования российских юридических лиц на территории Российской Федерации в пределах текущего планирования бюджета компании, а именно:

- организация процесса налогового планирования;
- расчет налоговых расходов по основным налогам в рамках общей системы налогообложения;
- составление налогового бюджета;
- определение налоговой нагрузки компании;
- расчет налоговых расходов при упрощенной системе налогообложения и ЕНВД.

24.2. Организация процесса налогового планирования

Для определения налоговых расходов, а также с целью снижения налоговых рисков компании руководство компании должно организовать систему управления процессом налогообложения. Уровень таких мероприятий различный для разных компаний и зависит прежде всего от размера предприятия, сложности бизнес-процесса, размера налоговых расходов. В зависимости от указанных факторов объем таких мер будет различаться. Примерные организационные мероприя-

тия компании в области управления налогообложением представлены в табл. 24.1.

Таблица 24.1

Организационные мероприятия компании в области налогообложения

Характеристика компании	Характер мероприятий	Требования к персоналу
Небольшие компании. Простой бизнес-процесс. Минимальный размер налоговых расходов	Четкое ведение бухгалтерского и налогового учета, документооборота, соблюдение требований налогового законодательства	Высокий профессиональный уровень главного бухгалтера. Периодический бухгалтерский и налоговый аудит
Средние компании. Кроме основной операционной деятельности осуществляется финансовая и инвестиционная деятельность. Средний размер налоговых расходов	Налоговое планирование становится составной частью финансового управления и контроля. Налоговая экспертиза как текущих, так и крупных и долгосрочных контрактов	Наличие налоговых специалистов. Регулярный контроль со стороны финансовых директоров. Абонентское обслуживание со стороны специализированных компаний
Крупные компании. Многопрофильная деятельность компании. Размер налоговых расходов высокий	Налоговое планирование — важнейший элемент как текущей деятельности, так и разрабатываемых проектов и направлений стратегии развития компании. Обязательная налоговая экспертиза всех организационных, юридических и финансовых мероприятий и новаций	Наличие самостоятельного налогового подразделения, налоговых юристов. Контроль за налоговыми рисками со стороны членов совета директоров. Постоянная работа с внешними консультантами

Как видно из таблицы, основное место среди мероприятий в области налогообложения компании занимает сам процесс налогового планирования, осуществляемый квалифицированными специалистами.

Процесс налогового планирования заключается:

- в формировании налогового поля (перечня уплачиваемых налогов) применительно к данной компании;
- предварительном анализе финансово-хозяйственной деятельности организации (особенностей бизнес-процесса);

- расчете налоговых платежей по всем видам уплачиваемых налогов и составлении налогового бюджета компании как составной части общего финансового бюджета предприятия;
- анализе налоговых проблем конкретного налогоплательщика с целью снижения налоговых рисков;
- изучении схем оптимизации налогообложения, применяемых в видах деятельности, которыми занимается компания, с целью выявления возможных направлений налоговой оптимизации и возможных рисков.

24.3. Налоговое поле компании и основные элементы налогообложения

Из предыдущей главы мы знаем, что на территории Российской Федерации существует два налоговых режима: общая система налогообложения и специальные налоговые режимы: для производителей сельскохозяйственной продукции, предприятий малого и среднего бизнеса (упрощенная система налогообложения) и для мелкого бизнеса в сфере торговли и услуг (ЕНВД). Компании, которые не могут использовать указанные налоговые режимы, работают в общей системе налогообложения. Если компании не используют природные ресурсы, то они не платят такие налоги, как налог на добычу полезных ископаемых, водный налог, сборы за использование объектов водного и животного мира.

Таким образом, для большинства компаний в сфере производства, торговли, строительства, транспорта, связи и других отраслей экономической деятельности налоговое поле состоит из следующих налогов:

- НДС;
- налог на прибыль;
- налог на имущество организаций;
- другие налоги при наличии объекта налогообложения, а именно:
 - транспортный налог при наличии транспортных средств, являющихся объектами данного налога,
 - налог на землю, если земля находится в собственности компании.

Кроме указанных налогов с 2010 г. компании уплачивают страховые взносы с заработной платы своих сотрудников в государственные внебюджетные фонды (Пенсионный фонд Российской Федерации

(ПФР), Фонд обязательного медицинского страхования (ФОМС), Фонд социального страхования (ФСС России)). Несмотря на то что эти взносы не имеют налоговой природы, они являются существенными платежами для компании и должны быть учтены в расчетах налоговых и иных подобных расходов. До 2010 г. указанные платежи взимались в виде единого социального налога. По налогу на доходы физических лиц (НДФЛ) компании являются налоговыми агентами, т.е. удерживают указанный налог из доходов сотрудников компании и перечисляют его в бюджет. За неправильное исчисление данного налога компании также несут ответственность в виде штрафных санкций.

В предыдущей главе отмечалось, что применительно к каждому налогу в НК РФ установлены его основные элементы, к которым относятся следующие понятия:

объект налогообложения, с наличием которого у налогоплательщика возникает обязанность по уплате налога. Так, например, применительно к налогу на имущество организации объектом налогообложения являются основные средства компании, а применительно к транспортному налогу — транспортные средства и объем их двигателя;

налоговая база — стоимостная оценка объекта налогообложения;

налоговая ставка — величина налогообложения единицы налоговой базы. По основным налогам налоговая ставка устанавливается в процентах;

налоговый период — календарный год или иной период времени, по окончании которого определяется налоговая база и сумма налога к уплате. По всем прямым налогам налоговый период — календарный год, по НДС — квартал;

порядок исчисления налога — устанавливает, что налогоплательщик самостоятельно исчисляет сумму налога. В отдельных случаях налоговое законодательство может предусматривать исчисление налога налоговым органом и уплату его налогоплательщиком на основании уведомления, направленного налоговым органом в адрес налогоплательщика. Эти случаи касаются отдельных налогов, уплачиваемых физическими лицами;

порядок и сроки уплаты налога — устанавливаются налоговым законодательством относительно каждого налога. По прямым налогам в течение календарного года уплачиваются авансовые платежи;

льготы, которые могут устанавливаться в отдельных случаях.

В таблице 24.2 представлены элементы налогообложения по основным налогам.

Таблица 24.2

Основные элементы налогов

Вид налогов	Налоговая база	Налоговая ставка, %	Налоговый период	Отчетный период	Порядок уплаты
НДС	Стоимость товаров, работ, услуг (выручка) с учетом акциза, но без НДС	18% — основная, 10% — льготная, 0% — экспорт	Квартал		Ежемесячно, в размере $\frac{1}{3}$ налога
Налог на прибыль организаций	Доходы — расходы, сформированные по принципам налогового учета	20% — общая, в том числе 2% — в федеральный бюджет, 18% — в бюджет субъекта Российской Федерации	Календарный год	Квартал или месяц	Ежемесячно, авансовые платежи
Налог на имущество	Среднегодовая стоимость основных средств по данным бухгалтерского учета	до 2,2%. Конкретную ставку устанавливает субъект Российской Федерации	Календарный год	Квартал	Поквартально
Страховые взносы	Заработная плата и иные выплаты в пользу сотрудников компании	30%, в том числе в ПФР — 22%; в ФСС России — 2,9%; в ФФОМС — с 01.01.2011 — 3,1%; с 01.01.2012 — 5,1%; в ТФОМС — с 01.01.2011 — 2,0%; с 01.01.2012 — 0%	Календарный год	Квартал	Ежемесячно, авансовые платежи
НДФЛ (у налогового агента)	Заработная плата и иные выплаты в пользу сотрудников компании	13% — основная, 30% — для нерезидентов, 9% — по дивидендам	Календарный год	Календарный год	Ежемесячно, авансовые платежи

В общем виде сумма налога к уплате рассчитывается как произведение налоговой базы на ставку налога:

$$Н = НБ \times Ст,$$

где $Н$ — начисленный налог;
 $НБ$ — налоговая база;
 $Ст$ — ставка налога.

Однако каждый налог имеет свои особенности формирования налоговой базы. И эта особенность является предметом налогового планирования. Рассмотрим особенности формирования налоговой базы и суммы налога применительно к каждому налогу.

Налоговая база и механизм исчисления НДС. Особенность планирования налога на добавленную стоимость определена тем, что данный налог является косвенным. В предыдущей главе мы рассматривали сущность косвенных налогов и особенности их взимания. НДС продавцы товаров (работ, услуг) включают в цену каждого товара (работы, услуги) и выделяют их отдельной строкой, дабы было видно, какую сумму компания взяла у своего покупателя и должна отдать в бюджет. Однако покупатель имеет право сумму НДС, предъявленную продавцом, принять к вычету при расчетах с бюджетом. Таким образом, в общем случае сумму налога, исчисленную исходя из налоговой базы и соответствующей ставки налога, компания имеет право уменьшить на суммы НДС, которые были предъявлены ей при приобретении материальных ресурсов поставщиками таких ресурсов:

$$\text{НДС к уплате в бюджет} = \text{НДС}_{\text{нач}} - \text{НДС}_{\text{выч}},$$

где $\text{НДС}_{\text{нач}} = НБ \times Ст$;
 $\text{НДС}_{\text{выч}}$ — сумма НДС, предъявленная покупателю продавцом.

Основным документом для осуществления такого вычета является счет-фактура, полученная от поставщика. В счете-фактуре цена ресурса указывается без НДС, сумма НДС указывается отдельно.

Однако если поставщик материальных ресурсов не является плательщиком НДС, например работает на упрощенной системе налогообложения, то он не выставляет счет-фактуру и у покупателя нет оснований для вычетов, так как он не уплачивает НДС в цене приобретенного ресурса. И в этом случае сумма НДС к уплате в бюджет будет равна сумме НДС, начисленной со стоимости реализованной продукции:

$$\text{НДС к уплате в бюджет} = \text{НДС}_{\text{нач}} = НБ \times Ст.$$

Если же сам покупатель приобретает ресурс для совершения операций, не облагаемых НДС, то сумму НДС, выставленную ему поставщиком, он относит на расходы компании. Например, инвестиционная компания совершает операции с ценными бумагами, которые, согласно ст. 149 НК РФ, НДС не облагаются. При этом в цене за аренду помещения арендодатель учел НДС и выставил счет-фактуру. Сумма такого НДС будет отнесена на расходы компании.

Поясним сказанное на примерах.

Пример. Компания А является производителем колбасных изделий. За квартал отгрузила своим оптовым покупателям 5 т сырокопченой колбасы по цене 150 руб. за кг (без НДС) и 10 т вареной колбасы по цене 60 руб. за кг (без НДС).

Ставка НДС. Согласно п. 1—2 ст. 164 НК РФ и постановлению Правительства Российской Федерации от 23 июля 2007 г. № 466, колбаса вареная будет облагаться по ставке 10%, а сырокопченая — 18%.

Налоговая база за налоговый период:

$$\text{НБ (для ставки 10\%)} = 10\,000 \times 60 = 600 \text{ тыс. руб.},$$

$$\text{НБ (для ставки 18\%)} = 5000 \times 150 = 750 \text{ тыс. руб.}$$

Сумма НДС, которую начислит компания А за налоговый период:

$$\text{НДС}_{\text{нач}} (10\%) = 600 \times 10\% = 60 + 750 \times 18\% = 195 \text{ тыс. руб.}$$

Оптовые покупатели отгрузили товар в розничные сети по следующим ценам: сырокопченую колбасу по цене 200 руб. (без НДС) за 1 кг, а вареную по цене 80 руб. (без НДС) за 1 кг.

Налоговая база:

$$\text{НБ (по ставке 10\%)} = 10\,000 \times 80 = 800 \text{ тыс. руб.},$$

$$\text{НБ (по ставке 18\%)} = 5000 \times 200 = 1000 \text{ тыс. руб.},$$

$$\text{НДС}_{\text{нач}} = 800 \times 10\% + 1000 \times 18\% = 80 + 180 = 260 \text{ тыс. руб.},$$

$$\text{НДС к уплате в бюджет} = 260 - 195 = 65 \text{ тыс. руб.}$$

Розничные сети: продали продукцию населению по ценам за 1 кг: сырокопченую колбасу — 354 руб., в том числе НДС 54 руб., вареную — 132 руб., в том числе НДС 12 руб.

$$\text{НБ (18\%)} = (354 - 54) \times 5000 = 1500 \text{ тыс. руб.},$$

$$\text{НБ (10\%)} = (132 - 12) \times 10\,000 = 1200 \text{ тыс. руб.},$$

$$\text{НДС}_{\text{нач}} = 1\,500 \times 18\% + 1\,200 \times 10\% = 390 \text{ тыс. руб.},$$

$$\text{НДС к уплате в бюджет} = 390 - 260 = 130 \text{ тыс. руб.}$$

Пример. При соблюдении условий предыдущего примера если оптовики не являются плательщиками НДС в силу норм ст. 146 и гл. 26.2 НК РФ (работают на упрощенной системе налогообложения). Оптовые покупатели не начисляют НДС в бюджет, а сумму НДС, выставленную им колбасным заводом (195 тыс. руб.), учтут в расходах. Тем самым их прибыль до налогообложения уменьшится на эту сумму.

Розничные сети начислят к уплате в бюджет сумму НДС в размере 390 тыс. руб. На сумму 260 тыс. руб. у них увеличатся расходы на закупку колбасных изделий, и тем самым снизится на эту сумму прибыль до налогообложения.

Для отдельных операций НК РФ предусмотрен особый порядок формирования налоговой базы, в частности при реализации имущественных прав, при уступке прав требования долга, у комиссионера, агента и в некоторых других особых случаях [1, с. 155—160].

Согласно НК РФ, товары, отгружаемые с территории РФ и реализуемые за пределами Российской Федерации, так называемый экспорт, а также некоторые виды услуг, в частности услуги международной телефонной связи, услуги в космическом пространстве и некоторые другие, облагаются по ставке 0%. В этом случае компании не начисляют НДС, а сумму НДС, выставленную им продавцами при приобретении товарно-материальных ценностей, используемых для производства продукции, облагаемой по ставке 0%, имеют право принять к вычету [1, ст. 147, 150]. Таким образом, компаниям, работающим только на экспорт, бюджет должен возвращать сумму НДС, выставленную им поставщиками. Для возврата такой суммы налогоплательщик должен представить в налоговые органы документы, установленные ст. 165 НК РФ, а именно:

- контракт с нерезидентами;
- выписку банка о поступлении средств на расчетный счет экспортера (норма отменена с 1 октября 2011 г.);
- таможенную декларацию;
- транспортные документы, подтверждающие вывоз товара за пределы территории Российской Федерации.

Возврат суммы НДС осуществляется по решению налоговых органов после камеральной проверки представленных документов. На представление указанных документов налогоплательщику отводится 180 дней (на период кризиса — 270 дней). Если документы не будут представлены в указанный срок, НДС к уплате в бюджет исчисляется в общем порядке, т.е. с даты отгрузки товара с уплатой пени за несвоевременную уплату НДС.

Пример. Вернемся к предыдущим примерам. Представим, что оптовик отгружает колбасные изделия на экспорт, тогда НДС в бюджет не начисляется, а компания предъявляет к вычету из бюджета сумму НДС в размере 195 тыс. руб., предъявленную ей колбасным заводом.

Мы можем сделать вывод, что планирование НДС в общем случае связано с денежным потоком компании. С расходами компании-покупателя и, следовательно, ее прибылью сумма НДС, предъявленная поставщиком товара (работ, услуг), связана только тогда, когда сама компания-покупатель не является плательщиком НДС или приобретает товар (работы, услуги) для *необлагаемых НДС операций* [1, ст. 149]¹.

Налоговая база и налог на прибыль. Под налоговой базой по прибыли признается денежное выражение прибыли, сформированной по принципам налогового учета, установленного главой 25 НК РФ.

Общие правила учета доходов и расходов и механизм формирования налоговой базы по прибыли можно определить следующим образом.

Доходами² признаются общие поступления организации (в денежной и натуральной форме), учитываемые как:

- доходы (выручка) от реализации товаров, работ, услуг и имущественных прав без косвенных налогов (акцизов и НДС);
- внереализационные доходы в виде:
 - доходов от долевого участия,
 - процентов, полученных от предоставления кредитов и займов,
 - безвозмездно полученного имущества и т.п.

Расходами³ организации признаются обоснованные (экономически оправданные) затраты, выраженные в денежной форме, докумен-

¹ Как правило, это социально значимые товары и услуги, а также услуги на финансовом рынке: банковские, операции с ценными бумагами, услуги по страхованию.

² Перечень доходов, не включаемых в налоговую базу по прибыли, установлен ст. 251 НК РФ.

³ Перечень расходов, не включаемых в налоговую базу по прибыли, установлен ст. 270 НК РФ.

тально подтвержденные и направленные на получение дохода. Суммы НДС, предъявленные налогоплательщику в стоимости приобретенных ресурсов (работ, услуг), в расходы не включаются. Расходы, подобно доходам, учитываются как:

- расходы, связанные с производством и реализацией;
- внереализационные расходы в виде:
 - расходов на оплату процентов по кредитам и займам,
 - судебных расходов и арбитражных сборов,
 - расходов на услуги банков и т.п.

К расходам текущего налогового (отчетного) периода относятся также убытки прошлых налоговых периодов, учитываемые в течение 10 лет после налогового периода, в котором они возникли [1, ст. 283].

Доходы и расходы учитываются на дату их осуществления (метод начисления) или на дату их оплаты (кассовый метод). Кассовый метод могут использовать компании (кроме банков), у которых средний размер выручки без НДС за четыре предыдущих квартала не превышает 1 млн руб. за каждый квартал [1, ст. 273, п. 1]. Остальные компании применяют метод начисления.

Налоговая база (доходы и расходы) формируется отдельно по следующим операциям [1, ст. 274, п. 2]:

- по реализации товаров (работ, услуг) собственного производства;
- реализации покупных товаров;
- реализации товаров (работ, услуг) обслуживающих хозяйств;
- реализации прочего имущества и имущественных прав;
- реализации основных средств;
- реализации ценных бумаг, обращающихся на организованном рынке;
- реализации ценных бумаг, не обращающихся на организованном рынке.

Это обусловлено тем, что по данным операциям предусмотрен особый порядок налогообложения (особенности определения расходов, налоговой базы, переноса убытков) [1, ст. 268 (п. 3), 275.1, 280, 323].

Например, убытки от операций с ценными бумагами не уменьшают прибыль от иных видов деятельности, а переносятся на прибыль от таких операций будущих налоговых периодов. В свою очередь убытки от реализации векселей как ценных бумаг, не обращающихся на организованном рынке, не уменьшают прибыль от операций с акциями, обращающимися на организованном рынке.

Относительно расходов, связанных с производством и реализацией, следует отметить, что они в свою очередь делятся на следующие элементы:

- материальные расходы;
- расходы на оплату труда;
- страховые взносы на обязательное страхование работников;
- суммы начисленной амортизации и пр.

Налоговый кодекс РФ определяет, как оцениваются указанные виды расходов для целей формирования налоговой базы по прибыли.

Для распределения расходов по налоговым (отчетным) периодам указанные виды расходов классифицируют как прямые и косвенные расходы. Косвенные расходы учитываются в налоговой базе налогового (отчетного) периода в полном объеме, а прямые распределяются с учетом остатков готовой, но нереализованной продукции на складе, незавершенного производства.

Часть расходов компании не может включаться в налоговую базу в полном размере. К таким нормируемым расходам относятся:

- расходы по отдельным видам рекламы, в частности, при проведении рекламной акции; такие расходы можно учесть при формировании налоговой базы по прибыли в размере не более чем 1% от стоимости реализованной продукции за налоговый (отчетный) период [1, ст. 264 (подп. 28 п. 1 и абз. 5 п. 4)];
- расходы по оплате процентов за пользование заемными средствами включаются в налоговую базу по прибыли в размере, не превышающем ставку рефинансирования ЦБ РФ с коэффициентом 1,1 (на период кризиса с коэффициентом 1,5). Если займы в валюте, то сумма, относимая на расходы, допускается в размере 15% (на период кризиса 22%);
- представительские расходы — в размере до 4% расходов на оплату труда за налоговый (отчетный) период;
- расходы компании по добровольному медицинскому страхованию своих работников — в размере до 6% расходов на оплату труда за налоговый (отчетный) период т.п.

Амортизация основных средств и нематериальных активов может исчисляться одним из выбранных методов: линейным или нелинейным.

При линейном методе начисления амортизации норма амортизации определяется исходя из срока эксплуатации объекта основного средства или нематериального актива (устанавливается по десяти группам). Например, срок эксплуатации легковых автомобилей может устанавливаться в пределах от трех до пяти лет (третья амортизационная группа). Если компания принимает срок четыре года, то месячная норма амортизации, установленная линейным методом, будет равна $100\% : 4 : 12 = 2,5\%$.

При нелинейном методе амортизация начисляется по нормам амортизации, установленным ст. 259.2 НК РФ по группам основных средств. Для третьей группы, к которой относятся легковые автомобили, норма нелинейной амортизации устанавливается в размере 5,6% в месяц.

Относительно вновь вводимых основных средств для целей налога на прибыль налогоплательщик имеет право включать в расходы до 10% капитальных вложений (относительно третьей — седьмой амортизационных групп основных средств до 30%) в момент начисления амортизации по основным средствам. При этом текущая сумма амортизационных отчислений рассчитывается из стоимости основных средств минус 10% (30%) отчислений. Данная норма позволяет ускорить процесс возврата инвестиций в основной капитал компании.

Налоговая база определяется по отчетным периодам нарастающим итогом с начала года. В течение налогового периода компании уплачивают авансовые платежи, исходя из налоговой базы отчетных периодов (I квартал, полугодие, 9 мес.).

Изложенный порядок формирования доходов и расходов относится к налоговой базе, облагаемой по ставке 20 или 13,5% в отношении части прибыли, направляемой в бюджеты субъектов Российской Федерации, если последние ввели пониженную ставку для отдельных категорий налогоплательщиков. В отношении отдельных видов доходов применяются специальные налоговые ставки, приведенные в табл. 24.3 [1, ст. 284]. Налоговая база определяется отдельно применительно к доходам, облагаемым по разным ставкам.

Таблица 24.3

Специальные ставки налога на отдельные виды дохода организаций

Вид дохода	Ставка налога	Комментарии
Доходы сельскохозяйственных товаропроизводителей	0% до 2012 г.; 18% — на период 2012—2014 гг.	Федеральный закон от 6 августа 2001 г. № 110-ФЗ
Доходы, полученные в виде дивидендов российскими организациями*	9%	
Дивиденды, полученные иностранными организациями и физическими лицами от российских организаций	15%	Российская организация выступает налоговым агентом по исчислению и перечислению налога на дивиденды в бюджет Российской Федерации

Окончание

Вид дохода	Ставка налога	Комментарии
Доходы иностранных организаций, полученные ими на территории Российской Федерации и не связанные с деятельностью через постоянные представительства, кроме доходов от фрахта	20%	Российская организация выступает налоговым агентом по исчислению и перечислению налога на такие доходы в бюджет Российской Федерации
Доходы от фрахта подвижных транспортных средств иностранных организаций, полученные ими на территории Российской Федерации и не связанные с деятельностью через постоянные представительства	10%	Российская организация выступает налоговым агентом по исчислению и перечислению налога на такие доходы в бюджет Российской Федерации

* На момент принятия решения о выплате дивидендов организация — получатель дивидендов должна владеть на праве собственности вкладом в уставном капитале не менее 50% в течение более 365 дней.

Пример. Рассмотрим порядок уплаты налога на прибыль применительно к розничным сетям. Напомним, что розничный магазин продал населению за квартал (налоговый период для НДС) сырокопченой колбасы 5000 кг по цене 354 руб. за 1 кг, в том числе НДС — 54 руб., и вареной колбасы 10 000 кг по цене 132 руб. за 1 кг, в том числе НДС — 12 руб.

Доходы в целях налога на прибыль равны выручке магазина без НДС, а именно:

$$5000 \times (354 - 54) + 10\,000 \times (132 - 12) = 2700 \text{ тыс. руб.}$$

Расходы магазина на приобретение товара (колбасы) без НДС равны 1800 тыс. руб.

Предположим, что все другие расходы магазина (торговая наценка) составляют 30% от стоимости закупленного товара, или 540 тыс. руб., и сформированы с учетом требований налогового законодательства. Налоговая база по прибыли:

$$НБ = 2700 - 1800 - 540 = 360 \text{ тыс. руб.}$$

Авансовые платежи по налогу на прибыль за I квартал составят:

$$Н = 360 \times 20\% = 72 \text{ тыс. руб.}$$

Предположим, что экономические показатели магазина одинаковые по всем кварталам года. Тогда налоговая база по прибыли за налоговый период (календарный год) составит:

$$НБ = 2700 \times 4 - 1800 \times 4 - 540 \times 4 = 1440 \text{ тыс. руб.}$$

Сумма налога на прибыль:

$$Н = 1440 \times 20\% = 288 \text{ тыс. руб.},$$

Чистая прибыль : $1440 - 288 = 1152$ тыс. руб.

Предположим, что учредителями розничного магазина являются Иванов И.И. — резидент Российской Федерации (25%) и российская компания «РК» (30%), а также иностранная компания «ИК» (45%). Учредителями по итогам года принято решение о распределении чистой прибыли следующим образом: 460,8 тыс. руб. (40%) на развитие сети, а 691,2 тыс. руб. (60%) распределить между учредителями.

Компания как налоговый агент должна удержать налог на дивиденды, рассчитанные в табл. 24.4.

Таблица 24.4

Расчет налога на дивиденды у налогового агента

Учредители	Налоговая база, тыс. руб.	Сумма налога на дивиденды, руб.	Сумма дивидендов к выплате, руб.
Иванов И.И.	$НБ = 691,2 \times 25\% = 172,8$	$Н = 172,8 \times 9\% = 15\,552$	157 248
Российская компания «РК»	$НБ = 691,2 \times 35\% = 241,92$	$Н = 241,92 \times 9\% = 21\,708$	220 212
Иностранная компания «ИК»	$НБ = 691,2 \times 40\% = 276,48$	$Н = 276,48 \times 15\% = 41\,472$	235 008
ИТОГО	691,2	78 732	612 468

Таким образом, для собственников данного розничного магазина уровень налоговой нагрузки по налогу на прибыль:

$$К_{\text{нн}} = (288 + 78,732) : 1440 = 25,5\%.$$

Контрольные вопросы

1. Рассчитайте сумму НДС к уплате в бюджет за квартал при следующих условиях. Выручка с НДС — 29,5 млн руб., стоимость приобретенных с НДС товарно-материальных ценностей — 17,7 млн руб., ставка НДС — 18%, документы, необходимые для принятия суммы НДС к вычету, имеются.
2. Рассчитайте сумму НДС и налога на прибыль за квартал при следующих условиях. Выручка с НДС — 47,2 млн руб., стоимость приобретенных с НДС товарно-материальных ценностей — 23,6 млн руб., иные расходы компании — 10 млн руб., ставка НДС — 18%, ставка налога на прибыль — 20%, документы, необходимые для принятия суммы НДС к вычету, имеются.
3. Чем налоговое планирование отличается от налоговой оптимизации?
4. Какие этапы выделяют в рамках налогового планирования?
5. Как формируется налоговая база при уплате НДС?
6. Как формируется налоговая база при уплате налога на прибыль?
7. Какие ставки основных налогов действуют на территории Российской Федерации?

СПЕЦИАЛЬНЫЕ ОБЛАСТИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Глава 25

Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса

25.1. Определения слияний и поглощений

Процессы слияний и поглощений (*mergers and acquisitions, M&A*) являются важной составной частью развития любой компании. Компания может выбирать два основных пути развития — экстенсивный, за счет внутренних источников, и агрессивный, за счет поглощения своих конкурентов. У каждого из этих способов развития есть свои достоинства и недостатки. Недостатки экстенсивного развития связаны с органичением доли на рынке, более медленными темпами роста выручки. Агрессивное развитие предполагает активное участие в сделках *M&A*, привлечение заемных средств. Это связано с большими рисками, в случае увеличения процентных ставок и сложностей с рефинансированием долга поглощающая компания может столкнуться с проблемами.

M&A — широкий термин, часто используемый для характеристики различных корпоративных действий на рынке. По российскому законодательству к понятию «слияние и поглощение» относятся такие операции, как присоединение, слияние, выделение и разделение. Отдельно нужно сказать о такой операции, как преобразование. Чем эти операции различаются между собой?

Присоединение — одна компания (*A*) присоединяется к другой компании (*B*), при этом компания *A* перестает существовать как са-

мостоятельное юридическое лицо, все активы переходят к компании В. Под *слиянием* понимается объединение двух (А) и (В) и более компаний в новую компанию С с образованием нового юридического лица и прекращением существования старых юридических лиц, все активы которых переходят к новой компании, которая является их правопреемницей. *Разделение* предполагает обратную операцию. В этом случае компания А прекращает свое существование и делится на несколько новых компаний — В и С или больше, все активы материнской компании разделяются между новыми компаниями. И наконец, *выделение* — операция, обратная присоединению. В этом случае из материнской компании А, которая сохраняет свое существование, выделяется новая компания В, которой передается часть активов материнской компании.

Преобразование компании предполагает смену ее организационно-правовой формы, изменение юридического статуса. Преобразование компании может предполагать превращение открытого акционерного общества (ОАО) в закрытое акционерное общество (ЗАО) или в общество с ограниченной ответственностью (ООО). Может происходить и обратная операция — из ООО и ЗАО компания может преобразовываться в ОАО. В чем отличие преобразования от предыдущих форм? В этом случае происходит обмен акций как эмиссионных бумаг на неэмиссионные бумаги — доли участия, меняются обязательства участников общества. Кроме того, преобразование компании предполагает изменение ее характера с публичной компании, т.е. компании, обязанной раскрывать отчетность по установленной законом форме, на непубличную, которая такую отчетность не несет. Помимо этого переход к непубличной форме корпорации может быть связан с желанием владельцев уйти от возможности враждебного поглощения, поскольку непубличный характер корпорации затрудняет указанный процесс.

Слияния и поглощения могут различаться по экономической природе. С этой точки зрения все виды *M&A* можно разделить на горизонтальные, вертикальные и конгломеративные в зависимости от типа сделки. *Горизонтальное слияние и поглощение* предполагает объединение компаний, работающих в одной отрасли, производящих однородную продукцию. Главной целью таких сделок *M&A* является увеличение рыночной доли компании, ее рыночной силы и устранение конкурентов.

Вертикальная интеграция предполагает объединение компаний, связанных между собой местом в производственной цепочке. Так, приобретение добывающей компанией перерабатывающего пред-

приятия называется *форвардной интеграцией*. Наоборот, включение в состав обрабатывающей компании добывающей называется *обратной интеграцией*. Главными целями вертикальной интеграции является снижение транзакционных издержек, расширение рынка сбыта или гарантирование поставок сырья, снижение зависимости компании от конъюнктуры рынка.

При интеграции компании могут преследовать цель *диверсификации производства*. Диверсификация производства направлена на формирование компаний, доходы которых могут различаться в разные стадии экономического цикла. Под диверсификацией производства может пониматься связанная или несвязанная диверсификация. *Связанная диверсификация* предполагает приобретение производств, которые можно интегрировать в производственный цикл. Так, покупка нефтегазовой компанией нефтехимической представляет собой связанную диверсификацию. В этом случае ставка делается на использование предприятием побочных продуктов переработки нефтегазовой компании. Также речь может идти и о *несвязанной диверсификации*. В этом случае целью приобретения компании могут выступать производства, никак не связанные с поглощаемой компанией. Такая политика *M&A* может приводить к формированию конгломерата — группы компаний, никак не связанных между собой видами продукции, оперирующими в разных отраслях. Кроме того, речь может идти и о финансовой интеграции, которая не предполагает получение какой-либо выгоды в производственной сфере.

Слияния и поглощения делятся на дружественные и враждебные. *Дружественные слияния* предполагают слияния, при которых происходит объединение, интеграция, которые приветствуются менеджерами компаний, участвующих в сделке. Напротив, *враждебные поглощения* предполагают такие поглощения компаний, которые не приветствуются менеджментом компании-цели. Хочется обратить внимание на тот факт, что враждебный характер сделок *M&A* выражается именно в характере отношения менеджмента компании-цели к попытке поглощения. В этом случае компания-цель может предпринять определенные мероприятия, так называемые противозахватные меры, которые могут позволить спасти компанию от нежелательного поглощения. Напротив, в случае отказа менеджмента компании-цели от возможного поглощения поглощающая компания может предпринять определенные меры, направленные на поглощение. Одной из таких мер может выступать тендерное предложение, предполагающее публичное предложение всем акционерам компании продать принадлежащую им долю.

Слияния и поглощения могут различаться по национальному признаку компаний, участвующих в сделке. Есть национальные слияния и поглощения (*domestic M&A*), когда поглощающая компания и компания-цель представляют одну страну. И есть трансграничные слияния и поглощения (*cross-border M&A*), которые предполагают участие в сделке компаний, представляющих разные страны. В последние годы роль трансграничных *M&A* существенно выросла.

Сделки *M&A* могут различаться по способам финансирования. Поглощающая компания может использовать при оплате компании-цели или собственные, или заемные средства. В качестве собственных средств компании выступает нераспределенная прибыль (наличные средства) или акции поглощающей компании. Часто на рынке складывается ситуация, при которой у компаний могут накапливаться достаточно высокие объемы наличных средств. Такая ситуация сложилась на американском рынке в 2007 г., когда компании получали рекордные корпоративные прибыли. В этих условиях значительная часть средств была потрачена на выкуп собственных акций у акционеров и на выплату дивидендов.

Похожая ситуация сложилась на американском рынке по итогам I квартала 2010 г. В условиях неопределенности, ожидания ухудшения конъюнктуры многие американские корпорации вынуждены были накапливать значительные запасы наличности. В итоге, по оценке рейтингового агентства S&P, объем накопленных денежных средств американских корпораций приблизился к 1 трлн дол.

Но когда речь идет о крупных сделках, объема наличных средств может не хватать, особенно если компании осуществляют многомиллиардные сделки. Если собственных средств компании не хватает, поглощающая компания может привлечь дополнительные средства путем размещения дополнительных акций компании. В результате дополнительной эмиссии эмитент может привлечь средства или путем открытого публичного размещения акций (*initial public offering, IPO*), вторичного публичного предложения акций (*secondary public offering, SPO*), или путем закрытого размещения акций среди ограниченного круга инвесторов.

В случае привлечения заемных средств в качестве источников могут выступать кредитные ресурсы или облигационные займы. Но при привлечении заемных ресурсов поглощающие компании могут столкнуться с необходимостью привлечения большого количества заемных ресурсов. Это часто не позволяет ориентироваться на кредит, выданный одним банком, что связано как с объемом средств, привлекаемых одним банком, так и ограничениями, которые накладываются на банк.

Речь идет о рисках на одного клиента (нормативы, ограничивающие выдачу ссуд одному клиенту). В этих условиях поглощающие компании могут привлекать синдицированные кредиты, которые могут предоставляться группой банков, входящих в синдикацию.

Кроме того, участники рынка *M&A* могут привлекать заемные средства путем выпуска облигаций. Причем в 1980-е гг. на мировом облигационном рынке появился особый класс облигаций — облигации с рычагом (левериджем) (*LBO*). Особенностью этого класса облигаций является то, что по условиям выпуска они ориентированы именно на привлечение средств для приобретения компании-цели, причем чаще всего в целях враждебных поглощений. В чем причина того, что эти облигации получили особое название? Дело в том, что, как уже было отмечено выше, сделки *M&A* несут большие риски для поглощающих компаний и часто приводят к финансовым потерям. Риск возрастает по мере привлечения заемных ресурсов для финансирования подобной сделки. Это необходимо учесть инвесторам, которые будут покупать такие бумаги.

Более высокий риск облигаций *LBO* отражается на их рейтинге. Они относятся к высокорискованным, неинвестиционным бумагам. Причем очень долгое время на американском рынке выпуск новых облигаций с низким инвестиционным рейтингом был невозможен — такие облигации было бы нереально разместить из-за высокого инвестиционного риска. Но в 1970—1980-е гг. выпуск облигаций *LBO* стал возможен на фоне роста масштабов рынка долговых инструментов и переоценки рисков. Появились работы о том, что риски инвестирования в такие инструменты сильно преувеличены. Их можно снизить при диверсификации портфеля. С другой стороны, поглощающая компания, привлекающая средства, заинтересована в очень быстром их привлечении. На рынке банковских кредитов это сделать крайне сложно. Именно это и вызвало большой интерес инвесторов. Кроме того, в 1980-е гг. на американском рынке популярны стали враждебные поглощения.

Сам по себе механизм враждебных поглощений предполагает быструю мобилизацию денежных ресурсов. Привлечение же банковских кредитов — процесс длительный, он подразумевает переговоры с банком, поиск залога или гарантов по кредиту. Враждебные поглощения часто бывают успешными именно в силу внезапности. С другой стороны, высокие риски инвестирования в компанию-цель предполагают высокую доходность. Именно это и сделало *LBO* одним из инструментов, в наибольшей степени подходящих для финансирования сделок *M&A*.

25.2. Мотивы и цели слияний и поглощений

Сделки *M&A* могут иметь самые различные мотивы. Первый тип мотивов связан с получением *операционной синергии*, к которой относятся увеличение доли компании на рынке, увеличение рыночной силы компании, экономия на издержках, использование избыточных ресурсов, экономия на маркетинге и рекламе, объединение служб логистики и доставки продукции, выход на рынок новой продукции, объединение ресурсов, снижение капитальных затрат, улучшение дистрибуции продукции. Все эти побуждения связаны с операционной деятельностью компании.

Кроме этого к мотивам *M&A* можно отнести побуждения, связанные с возможной оптимизацией налоговой нагрузки компании. В последние годы существенную роль при интеграции компаний играют сюжеты, связанные с необходимостью экономии НИОКР, возможностью доступа к новым, более совершенным технологиям, интеграция технологических баз, патентов, изобретений, брендов. Отдельными факторами выступают мотив, связанный с возможным улучшением корпоративного управления в результате интеграции компании, и возможный последующий рост ее капитализации.

Кроме мотивов, непосредственно связанных с операционной деятельностью предприятия, существуют предпосылки, которые могут привести к усилению финансовых возможностей компании. В этом случае говорится о мотивах *финансовой синергии*. От чего компании могут выиграть при интеграции с точки зрения финансового результата?

Во-первых, это может быть следствием выгод от операционной синергии, которая может привести к пропорциональному снижению издержек или росту прибыли компании.

Во-вторых, объединенная компания может получить выгоду в случае диверсификации своих доходов, если эти доходы будут складываться из разных бизнесов, которые контрцикличны, т.е. не совпадают друг с другом по циклу. Это даст возможность компании получать доходы на разных фазах цикла.

В-третьих, финансовая интеграция компаний позволяет им при прочих равных условиях рассчитывать на снижение стоимости заимствования, поскольку более крупные компании при прочих равных условиях имеют более высокий инвестиционный рейтинг, позволяющий привлекать заемные ресурсы с рынка капитала по более низким процентным ставкам, на более длительный срок и в больших объемах. Естественно, нет правил без исключений. Данное правило действует только при условии, если объединенная компания не несет больших затрат и не сильно увеличивает объем своих заемных средств.

В-четвертых, как показал прошедший финансовый кризис, не последним фактором, увеличивающим привлекательность компании-цели, является защита от банкротства. Объединение нескольких компаний позволяет создать крупную компанию, которая становится значимой для государственной политики с точки зрения высокого уровня занятости, сильной интеграции с другими предприятиями сектора. Про такую компанию начинают говорить «слишком большая, чтобы рухнуть» (*«too big to fail»*). Это создает определенную защиту компании от банкротства.

Выше мы говорили исключительно о рациональных мотивах, которые объясняют стремление компаний к сделкам *M&A*. Среди прочих мотивов многие противники слияний и поглощений, особенно крупных, многомиллиардных, с участием транснациональных компаний, выделяют личные мотивы руководства поглощающей компании. При этом менеджмент поглощающей компании очень часто рассматривает сделку *M&A* как возможность в дальнейшем увеличить свою значимость, репутацию, политический вес, поскольку пост менеджера в крупной транснациональной компании автоматически увеличивает полезность для них самих или для акционеров. Это предполагает автоматический рост вознаграждения и социальной значимости менеджмента. При этом бурная деятельность на поле *M&A* отвлекает акционеров от реальной оценки эффективности действий менеджеров по управлению компанией.

Значительная часть сделок *M&A* заканчивается неудачей. Тем не менее это не приводит к уменьшению числа подобных. В чем причина неудач? И почему компании так стремятся к поглощению?

Оценка эффективности слияний и поглощений предполагает расчет синергетического эффекта. Синергия при интеграции двух компаний возникает в случае, если объединенная компания после интеграции стоит дороже компаний, участвующих в сделке:

$$V(AB) > V(A) + V(B),$$

где $V(A)$, $V(B)$ — стоимость компаний, принимающих участие в сделке;
 $V(AB)$ — стоимость новой компании.

При этом надо учесть затраты компании на приобретение.

Сделка *M&A* будет успешной, если

$$NPV = \text{Превышение стоимости новой компании} - \text{Затраты фирмы } A \text{ на поглощение.}$$

Поэтому оценка эффективности сделки предполагает оценку возможного синергетического эффекта.

Контрольные вопросы

1. Для чего компании осуществляют сделки *M&A*?
2. Что может быть причиной неудачи сделок *M&A*?
3. Что необходимо сделать компании, чтобы сделка *M&A* была удачной?
4. Каковы основные этапы сделок *M&A*?
5. От чего зависит способ финансирования сделки *M&A*?

Финансовые механизмы выстраивания отношений с ключевыми стейкхолдерами

26.1. Задачи и функции подразделений компании, отвечающих за связи с ключевыми стейкхолдерами

В большинстве успешных компаний созданы специальные службы выстраивания взаимоотношений с ключевыми стейкхолдерами. Например, за взаимоотношения с инвесторами (как ныне существующими, так и потенциальными) отвечает служба работы с инвесторами (*investors relations, IR*). За взаимоотношения с персоналом и менеджментом — служба работы с персоналом (*human resources, HR*), которая существенно дистанцировалась от существовавших в советские годы отделов кадров. Взаимоотношения с обществом (широким кругом заинтересованных лиц) выстраивает подразделение, отвечающее за связи с общественностью (*public relations, PR*). Значимость административного ресурса хорошо подчеркивает возникновение ответственных лиц по взаимоотношениям с государственными органами и их представителями, служба, отвечающая за связи с органами власти (*government relations, GR*).

Все эти подразделения призваны нарастить интеллектуальный капитал компании через создание специфических неосязаемых ресурсов.

Взаимоотношения с инвесторами (работа с поставщиками капитала). Главная задача служб по выстраиванию отношений с инвесторами — создание инвестиционной привлекательности компании, что предполагает донесение до инвесторов информации, позволяющей справедливо оценить компанию, т.е. согласиться с внутренней (подлинной) ее стоимостью. В основе работы этой службы лежит признание такого несовершенства современного рынка, как неполнота и асимметрия информации. Недостаток информации приводит к тому, что рыночная

наблюдаемая оценка компании оказывается либо существенно ниже, чем приведенная оценка выгод, которые могут получить собственники бизнеса, либо является сильно волатильной. Существуют и ситуации переоценки компаний, когда ложно поданные сигналы воспринимаются на рынке как подлинные из-за асимметрии информации, приводят к завышенной реакции инвесторов. Квалифицированные инвесторы учитывают такую возможность и очень осторожно подходят к приходящим новым сообщениям. Особенно это касается долгосрочных инвесторов (профильных, стратегических).

Для публичных компаний ситуация недооценки опасна, ведь всегда существует вероятность поглощения ее более крупным игроком. Над инвестиционно-привлекательными компаниями трудно получить контроль, так как их капитал дорого стоит. У недооцененной компании, даже относительно крупной, очень высокими оказываются издержки по сохранению контроля. Эту ситуацию демонстрируют операции шантажа, так называемой «зеленой почты» (*greenmail*) — продажа пакета акций по цене, значительно превышающей рыночный курс, которые популярны в отношении недооцененных или неэффективных компаний. Специализированные рыночные игроки (рейдеры) скупают акции на рынке или напрямую у акционеров, а затем предлагают сформированный пакет самой компании по цене выше рыночной. В посылаемой «зеленой почте» объявляются намерения о различных недружественных действиях в отношении действующего руководства и контролирующего собственника. Например, это может быть требование повышения дивидендов, изменения отношений с основными контрагентами, блокирование важных сделок и программ реструктуризации.

Чем несовершеннее рынок и слабее его информационная эффективность, тем больше дистанция между наблюдаемой рыночной оценкой компании (капитализацией) и ее внутренней стоимостью, определяемой действием различных факторов, создающих стоимость (рис. 26.1). Следовательно, приоритетной задачей финансового директора становится раскрытие этих факторов финансовому рынку для исключения ситуации недооценки компании инвесторами. Это функция обеспечения понимания инвесторами компании ее финансовых результатов и риска.

Рисунок подчеркивает, что работа над созданием рыночной стоимости, которая позволила бы не только правильно оценить компанию, но и в любой момент «обналичить» вложенный материальный и нематериальный капитал, строится по трем основным направлениям:

- развитие фундаментальных конкурентных преимуществ (факторов создания стоимости через наращивание темпов роста, увеличение рентабельности и т.п.);
- совершенствование нефундаментальных факторов (прозрачности, защиты интересов разных групп, ликвидности акций на рынке и т.п.);
- управление ожиданиями и восприятиями на рынке.

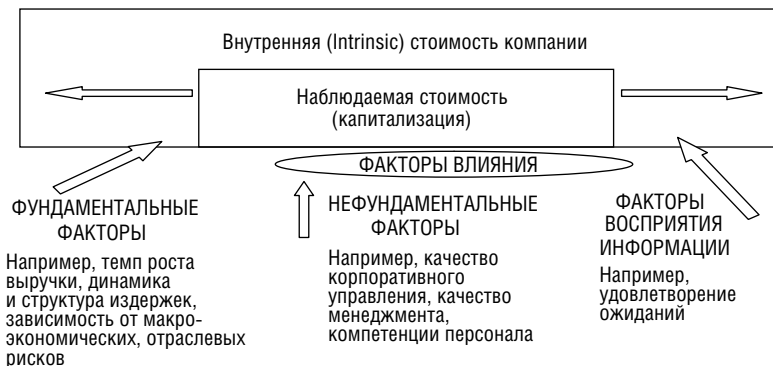


Рис. 26.1. Три области влияния на наблюдаемую рыночную стоимость как сферы наработки компетенций финансового директора

Так как задачей финансовой службы является удешевление капитала, на котором функционируют активы компании, то для публично обращающегося капитала создание инвестиционной привлекательности компании означает повышение рыночной оценки финансовых активов, которые компания выпускает на рынок. Главная задача финансового директора в этой области — обеспечить требуемый уровень доходности собственников, который будет диагностироваться по показателю совокупной отдачи на инвестиции владельцев капитала (*TSR*).

Работа с покупателями финансовых активов является особой областью интересов финансовой службы, которая может быть охарактеризована как *финансовый маркетинг*. Главная задача финансового маркетинга — выстраивание форм и методов конкурентной борьбы на финансовом рынке за деньги инвесторов с целью дороже продать финансовые активы компании и тем самым удешевить капитал. При этом следует иметь в виду два аспекта поведения рыночных инвесторов: учет имеющейся информации об объектах инвестирования и ожидания. Таким образом, финансовый маркетинг строится на двух основных функциях: обеспечение понимания рынком компании, ее перспектив, сохранение доверия; учет и управление ожиданиями.

Элементами поддержки финансового маркетинга является работа с ликвидностью обращаемых на биржах ценных бумаг. Подразделения компании, ответственные за управление собственностью, или за *IR*, должны отслеживать ситуации падения интереса к бумагам компании и фактического прекращения обращения. Крайним результатом падения интереса к компании может стать исключение акций из котировального списка. На российском рынке такие случаи достаточно редки, но встречаются. Так, летом 2007 г. биржа РТС исключила привилегированные акции «Дальсвязи» из котировального списка Б в связи с тем, что среднемесячный объем сделок по ним не превышал 3 млн руб.¹

Издержки на коммуникационную работу с поставщиками капитала должны контролироваться так же, как и издержки по производству и реализации продукции. В небольших компаниях, где публичным является только заемный капитал (векселя, облигационные займы) и активно используется кредиторская задолженность и уступка прав требований, в организационной структуре редко выделяется *IR*-служба. Основная причина — недостаточность средств для обеспечения качественной работы. Есть и проблема с кадрами, которых сложно найти для небольшой компании, только выходящей на внешний рынок капитала. В этом случае целесообразно создать координационный совет по внешним коммуникациям, в который могли бы войти генеральный директор, представители финансовой, маркетинговой, *PR*- и *IT*-служб.

Как показывает практика, в компаниях среднего размера совет собирается один раз в месяц и обсуждает различные вопросы относительно внешних коммуникаций. Например, для торговых компаний с большим весом оптовых продаж на первом месте находится обсуждение качества администрирования web-сайта. При этом предполагается, что сам сайт представлен в стиле биржевого терминала. Главная страница сайта разделена между потребителями и инвесторами, для которых представлены в обновляемом режиме ключевые финансовые показатели, стандартная отчетность, прогнозы развития и предполагаемое обращение за новыми заимствованиями. Координационный совет берет на себя также функцию определения тематических направлений публикаций в СМИ, участия в публичных мероприятиях (конференциях, семинарах), формирует концепцию рекламной ин-

¹ По условиям работы РТС для попадания в котировальный список А1 среднемесячный объем торгов должен быть не меньше 50 млн руб., в список А2 — не менее 5 млн руб., в список Б — не менее 3 млн руб.

формационных материалов для существующих и потенциальных инвесторов, в которых заинтересована компания.

Построение финансового маркетинга на базе работы с ожиданиями инвесторов породило концепцию управления стоимостью на базе рыночных ожиданий (*EBM*). Эта концепция, предложенная Т. Коуплендом, базируется на том, что для публичных компаний цена акций и капитализация более связаны с показателями, диагностирующими долгосрочные ожидания на рынке, чем с публикуемыми отчетными финансовыми данными по компаниям. Причем чем более долгосрочны ожидания, тем сильнее разочарования относительно их исполнения влияют на наблюдаемую стоимость компании (т.е. капитализацию) и в конечном итоге на благосостояние собственников. Ряд эмпирических исследований подтверждают этот тезис, например проведенные профессором Гарвардского университета Р. Лапорта [84, с. 1715]. Исследования по реакции рынка на прогнозы аналитиков проводит также компания Thomson Financial. Однако ожидания ее руководителей могут не совпадать с ожиданиями рынка, например относительно динамики прибыли или необходимых инвестиций, поэтому так возрастает значимость коммуникационной работы компании с инвесторами.

Интересны исследования связи публикаций в специализированных СМИ о ситуации в компании с динамикой цен акций. Эти исследования акцентируют внимание на значимости публикаций, посвященных положению компаний относительно их конкурентов на рынке, т.е. демонстрируют, как инвесторы учитывают аналитические обзоры и сопоставления профессиональных консультантов [50]. Подобный интерес финансистов связан с тем, что многие специалисты *IR*- и *PR*-подразделений настаивают на необходимости распространения только положительной информации, дают разрешение на публикацию только «стерильно восторженных» материалов и интервью. Однако исследования показывают, что такая политика не может быть названа дальновидной, и инвесторы более трезво подходят к анализу получаемой информации.

Руководству компании, принимающему решения о вложении денег, следует учитывать, какие ожидания складываются на рынке относительно отдачи по имеющимся реальным и интеллектуальным активам и как эти ожидания оправдываются.

Инвестиционные решения принимаются владельцами капитала на основе подаваемых компаниями сигналов и складывающегося на рынке «информационного шума». В результате конкуренция за деньги инвестора реализуется именно на базе ожиданий, через подачу адекватных сигналов и минимизацию «шума». Правильно сфор-

мированные ожидания через подачу сигналов инвесторам могут обеспечить конкурентные преимущества компании на рынке капитала. Управление стоимостью не может быть реализовано без учета ожиданий инвесторов и управления этими ожиданиями.

С одной стороны, потенциальные и существующие инвесторы требуют для принятия инвестиционных решений все больше финансовой и нефинансовой информации. Поставщики и подрядчики при установлении деловых отношений, принятии решений о предоставлении товарного кредита изучают финансовую устойчивость компании. Кредиторы диагностируют кредитные риски и для этого требуют раскрытия большого объема информации относительно текущего и будущего состояния предприятия. Аналитики фондового рынка для выдачи рекомендаций своим клиентам тщательно изучают перспективы развития компании и оценивают фундаментальную стоимость. Институциональные инвесторы кроме рекомендаций аналитиков, часто заинтересованы в личных заверениях руководства, включая финансового директора, относительно защиты от спекулятивных действий с активами компании.

С другой стороны, многие решения компании рассматриваются финансовым рынком как сигнал о будущих возможностях создания рыночной стоимости. Наиболее значимыми сигналами в сфере финансовой политики являются: привлечение внешнего собственного капитала (первичный и вторичный выходы на биржу с продажей части акций ныне существующими собственниками), механизмы повышения ликвидности акций (например, размещение депозитарных расписок на зарубежных биржах — *cross listing*), выкуп акций из обращения и денежная дивидендная политика, создание кредитной истории и подвижки в структуре капитала. Есть и «личные сигналы», подаваемые со стороны ключевых собственников и менеджеров. Например, инвесторы внимательно отслеживают продажу пакета акций собственниками-основателями при выходе компании на публичный рынок капитала, отслеживаются сделки продажи или покупки акций менеджерами компании, исполнения ими опционных контрактов. Эмпирические исследования этих процессов позволяют сформулировать рекомендации по подаче сигналов инвесторам с учетом сферы деятельности, стадии развития компании, институциональной среды.

Сигналом для инвесторов являются также раскрываемые компанией прогнозы финансовых показателей (выручки, прибыли, денежного потока).

Подаваемые сигналы формируют у инвесторов ожидания относительно экономической прибыли, которая может рассматриваться как

ключевой индикатор эффективности деятельности. Если компания удовлетворяет ожиданиям инвесторов, то рыночная цена акции растет. Если несмотря на хорошие показатели эффективности компания не оправдывает ожидания аналитиков, экспертов, профессиональных инвесторов, то цена акции падает и компания при определенных обстоятельствах может стать объектом для поглощения. С точки зрения финансового директора это событие является явным проигрышем, так как часто порождает увольнение.

26.2. Рекомендации по выстраиванию взаимоотношений с рынком капитала

Для диагностирования качественной работы компании с инвесторами (построения *IR*) финансовым сообществом выработано несколько важных принципов.

Принцип 1 — полное и объективное раскрытие информации. Достоверная информация о финансовом состоянии компании и перспективах развития, потенциальных рисках (включая финансовые, налоговые) позволяет компании убедительно выглядеть в глазах инвесторов. Главный тезис, которого должен придерживаться финансовый директор: «поддерживать доверие инвесторов, несмотря на имеющее место финансовое состояние компании». Положительными сигналами рынку являются: своевременная аудированная публичная отчетность в российских и международных стандартах¹, регулярные информационные меморандумы, понятность стратегии, включая финансовую, прозрачная структура активов и денежных потоков, наличие аудитора с известным именем и аудиторского комитета в совете директоров с компетентными членами.

Важно обеспечить поддержку раскрываемой стратегии развития четкими финансовыми показателями, прежде всего в терминах денежного потока, инвестиционных затрат и механизмов риск-менеджмента. Так как финансовые показатели часто «запаздывают», то важна система финансовых и нефинансовых показателей, диагностирующих воз-

¹ Если акции российских компаний через депозитарные расписки (ADR) котируются на американской фондовой бирже, то для компаний требуется представление в Комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC) аудированного годового отчета (форма 20-F). В годовом отчете должен присутствовать как аудированный финансовый отчет, так и отчет с аудитом системы внутреннего контроля в соответствии с актом Сарбейнса — Оксли.

возможность генерировать достаточную с точки зрения эффективности прибыль с приемлемым уровнем риска и поддерживать ликвидность.

Обязательно включать информацию, позволяющую строить прогнозы и формировать представления о будущем компании, а именно:

- о конкурентных возможностях;
- факторах неопределенности и риска;
- ключевых тенденциях в рамках развиваемых сегментов деятельности;
- критических факторах успеха.

Вопросы прозрачности, достаточности и своевременности информации, поступающей от компании, выходят на первый план в современном мире. Это касается не только публичных компаний. Любая информация о событиях в компании, объективная или ложная, с помощью Интернета мгновенно распространяется по миру и достаточно быстро может привести к уничтожению стоимости. Собственники, понимающие важность поддержания подлинной стоимости на рынке, прилагают большие усилия по формированию в головах всех заинтересованных групп правильной «картинки» компании.

Значительную роль в качестве предоставляемой информации играют страновые стандарты и культура работы с инвесторами. С конца 1990-х гг. один из крупнейших мировых аудиторов и консультантов — компания PricewaterhouseCoopers рассчитывает страновой индекс непрозрачности (*opacity index*), который отражает степень качества раскрываемой информации в разрезе стран. В компании учитываются пять факторов с равными весами: уровень коррупции в стране, правовая (законодательная и исполнительная) защита прав заинтересованных в работе компании лиц, непрозрачность общеэкономической и политической информации, информации по компаниям (в рамках стандартов учета и по корпоративному управлению), раскрытие потенциальных рисков.

Ряд информационных и аналитических компаний профессионально занимаются разработкой рейтингов прозрачности в рамках отдельных компаний глобального рынка, а также национальных границ. Наиболее известен рейтинг Transparency & Disclosure Index агентства Standard & Poor's, который публикуется ежегодно. В таблице 26.1 показаны оценки, выставленные за 2004—2005 гг. по 100-балльной шкале для 25 российских компаний.

Принцип 2 — переход на систему управления стоимостью компании (VBM). Применение этой системы и поддерживающих ее принципов: активного управления инвестиционным портфелем (VBI), управления ожиданиями (EBM) — позволят компании с учетом изменений

Таблица 26.1
Результаты исследования прозрачности 25 крупнейших российских компаний в 2004—2005 гг.

Место	2005 г.	2004 г.	Компания	Общий балл, %		Структура собственности и отношения с инвесторами, %	Финансовая и операционная информация, %	Состав и процедуры работы совета директоров и менеджмента, %
				2005 г.	2004 г.			
1	3		«МТС»	84	78	88	90	71
2	1		«Ростелеком»	82	85	77	84	84
3	42		«Мечел»	79	29	80	86	69
4	3		«Вимм-Билль-Данн»	77	83	88	77	68
5	17		Golden Telekom	75	57	62	81	76
6	4		«Вымпелком»	75	70	65	83	71
7	8		«Северо-Западный Телеком»	71	62	73	61	85
8	14		«РосБизнесКонсалтинг»	69	59	58	73	70
9	6		«Лукойл»	68	64	52	75	69
10	16		«ЮТК»	67	58	70	60	77
11	12		«Волга Телеком»	65	61	70	62	68
12	13		«Уралсвязьинформ»	64	60	61	65	66
13	10		«Центр Телеком»	63	62	67	57	70
14	18		«Сибирь Телеком»	63	56	60	65	62

Окончание

Место	Компания	Общий балл, %		Структура собственности и отношения с инвесторами, %	Финансовая и операционная информация, %	Состав и процедуры работы совета директоров и менеджмента, %
		2005 г.	2004 г.			
15	«Северсталь-Авто»	60	—	57	67	54
16	«Газпром»	60	61	59	63	55
17	«Силловые машины»	58	47	43	64	62
18	«Норильский никель»	58	63	49	64	57
19	«Мосэнерго»	58	62	56	59	55
20	«Сибнефть»	57	59	49	57	63
21	«Дальсвязь»	55	68	63	53	52
22	«АФК Система»	54	—	57	58	47
23	«ТНК-ВР»	54	45	48	57	52
24	«ОМЗ»	53	46	52	56	49
25	«Ленэнерго»	52	39	53	56	46

на внешнем рынке сформировать стратегию развития, сделать ее понятной для инвесторов, использовать в росте капитализации складывающиеся на рынке разрывы в ожиданиях. Как часть коммуникационного блока работы компании рекомендуется дополнять стандартную финансовую отчетность новыми финансовыми формами, например отчетом о создании стоимости (*value reporting*) или отчетом об экономической прибыли, включая публикацию ожидаемых значений. Многие бизнес-консультанты разрабатывают собственные методики раскрытия финансовой информации. Например, интересна методика Value Reporting™ компании PwC [49].

Новые формы отчетности могут включать в себя:

- «Отчет о финансовом результате для собственников», который в общем виде представлен как операционный свободный поток денежных средств на собственный капитал (*operating free cash flow to equity, OFCFE*), созданный для акционеров в основной деятельности:

$$OFCFE + \text{Изменение рыночной капитализации за год} - \text{Поток денежных средств от финансирования за счет акционеров} = \text{Совокупный доход акционеров},$$

где Поток денежных средств от финансирования за счет акционеров = Внесенный акционерами капитал – Дивиденды на обыкновенные акции;

- «Отчет об экономической прибыли».

Принцип 3 — создание новой модели раскрытия информации. Данная модель (поддерживающая концепцию *IBM*) включает в себя внешний блок (область аналитики внешнего окружения) и внутренние решения компании. Традиционно внешний блок базируется на следующем анализе: влияние на положение компании макроэкономических и отраслевых тенденций, изменение условий конкуренции, государственного регулирования. Внутренний блок могут формировать следующие элементы: целевые стоимостные показатели (темп роста рыночной капитализации, спред или индекс эффективности, доходность инвесторов (*TSR*) или бизнеса (*TBR*), ключевые факторы создания стоимости по сегментам деятельности (например, потребители и их лояльность, логистические сети, качество персонала), оценки интеллектуального и социального капитала.

Принцип 4 — понятность информации. Следует иметь в виду, что для инвесторов понятие «профильные активы» имеет относительное значение, более связанное с обоснованной стратегией компании, чем с неизбежностью развития компании в выбранной отрасли. Здесь це-

лесообразно руководствоваться положением У. Баффета, который считает, что инвестировать значительные средства в упадочную отрасль — то же самое, что сражаться с зыбучими песками.

Принцип 5 — не экономить на статьях расходов, создающих интеллектуальный капитал компании и мнение о месте компании на рынке. Речь идет прежде всего о персонале и топ-менеджменте. Информация о вознаграждении членов совета директоров, ключевых фигурах в управлении компаниями (обычно пять-семь первых лиц) должна быть доступна для инвесторов. Рекомендуются раскрывать как общую сумму денежного вознаграждения и социальных льгот, так и структуру финансового пакета и факторы, определяющие его размер. Кроме того, успешно работающие компании ценят и дорожат мнением ведущих аналитиков финансового рынка, создают для них возможности для комфортной работы.

Принцип 6 — диверсификация инвесторов. Успешные компании диверсифицируют не только активы, но и инвесторов. Разнообразие источников финансирования, структурированные долги, активная работа на публичном рынке капитала с прозрачной кредитной историей привлекает долгосрочных инвесторов взамен спекулятивных. Конкуренция на рынке за финансовые активы компании создает финансовую гибкость, т.е. возможность быстрого привлечения капитала по адекватной риску цене и возможность реинвестирования капитала при изменении ситуации на рынке. Положительным сигналом на российском рынке является наличие иностранных инвесторов, которые более тщательно проводят отбор объектов инвестирования и жестко отслеживают соблюдение норм корпоративного управления и деловой этики.

Принцип 7 — формирование сходного по интересам контингента инвесторов-собственников. Эмпирические исследования показывают, что семейные компании работают эффективнее, чем компании, объединяющие разнородную массу акционеров; это выражается в более высоких финансовых показателях, а также в превалировании по темпу роста акций семейных компаний. Главная причина такого положения видится аналитикам в единстве целей руководства и собственников, так как семьи стремятся сохранить, приумножить и передать по наследству активы во владении.

Актуальность анализа структуры собственности в финансовой аналитике особенно проявляется на развивающихся рынках капитала (включая страны с переходной экономикой). Это связано с тем, что традиционно рассматриваемый агентский конфликт интересов «собственник — менеджер» на развивающихся рынках с высокой концен-

трацией собственности часто трансформируется в конфликт «собственник — инсайдер — собственник — аутсайдер». Немалую роль на принятие решений оказывает и государство, которое также часто является одним из собственников и не всегда при наличии большой доли владения обладает фактическим контролем. Таким образом, подчеркивается расхождение выгод, получаемых от владения собственностью и наличия корпоративного контроля (*private benefits of control*).

Практическим выражением значимости структуры собственности для повышения эффективности бизнеса является тщательный отбор новых владельцев капитала. Например, многие собственники — основатели бизнеса на российском рынке очень настороженно относятся к вхождению в собственный капитал компании фондов прямых инвестиций и тем более хедж-фондов. Это связано с возможным существенным расхождением временных периодов получения выгод. Если основатели бизнеса часто заинтересованы в максимально долгом успешном функционировании компании на рынке, то интересы фондов прямого инвестирования могут быть ограничены пятью-семью годами. При этом зачистую ставится задача любой ценой получить требуемую отдачу на ограниченный период времени даже вопреки возможностям дальнейшего развития.

При анализе потенциала создания стоимости финансового аналитика интересуют следующие вопросы:

- существует ли оптимальная структура собственности (величина крупных пакетов акций в одних руках, доля акций у менеджеров, у членов совета директоров, наличие институциональных инвесторов и т.п.), которая позволяет максимизировать стоимость при прочих равных условиях (равном задействовании фундаментальных факторов);
- как те или иные изменения в структуре собственности скажутся на наблюдаемой рыночной стоимости компании (ее капитализации). Например, как рыночные инвесторы воспримут вхождение государства в число собственников или, наоборот, продажу государственного пакета. Как будет воспринято увеличение доли собственности у менеджмента компании, насколько сильно в изменении биржевой цены прореагирует рынок.

Эмпирические исследования на развитых и развивающихся рынках позволяют найти ответы на эти вопросы [90]. Институциональная среда и сфера деятельности оказывают существенное влияние на оптимальную структуру собственности. Например, если в США контрольный пакет по крупным компаниям не превышает 10%, то для фирм в европейских странах контроль характеризуется долей собственности на уровне 40%, а на развивающихся рынках — от 51%.

Традиционно эффективность изменения структуры собственности проверяется либо по стоимостным показателям (например, по соотношению рыночной оценки и балансовой (Q Тобина), по мультипликатору «Цена/Выручка»), либо по балансовым (по показателю $ROCE$). Крупным акционером по общепринятой методологии признается держатель более 5% акций. Это связано с тем, что в мировой практике 5% является порогом раскрытия информации по владению собственностью в компании.

Основной акцент в объяснении значимости структуры собственности для создания стоимости делается финансовыми аналитиками на возможности снижения агентских конфликтов разного типа. Профессиональные инвесторы, обладающие контролем, могут не только отслеживать неэффективное поведение менеджеров и других акционеров, но и влиять на принимаемые решения.

Получаемые зависимости часто носят нелинейный характер. Например, график, представленный на рис. 26.2, показывает, как существенно различается стоимость компании в зависимости от доли собственности у членов совета директоров на американском рынке [97, с. 293—315]. Анализ строился по 371 компании нефинансового сектора, которые входят в индекс Fortune 500. При этом было показано, что присутствие члена семьи основателя бизнеса или самого основателя в качестве топ-менеджера компании существенно влияет на стои-

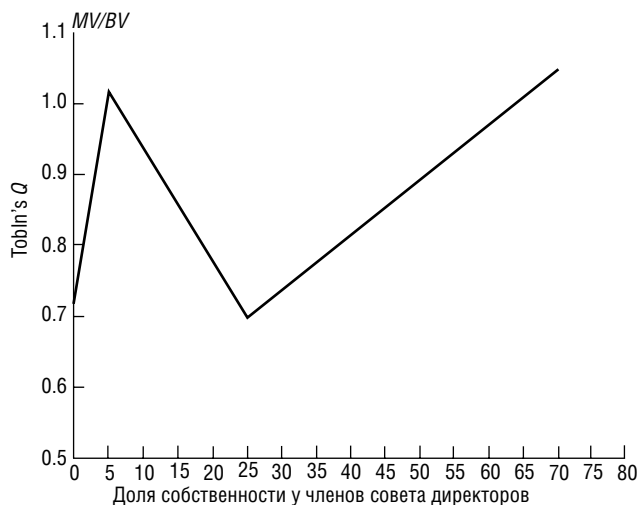


Рис. 26.2. Влияние структуры собственности у членов совета директоров на создание стоимости в компании

мость. Причем для зрелых компаний, давно работающих на рынке, это влияние носит отрицательный характер (например, снижает коэффициент Q Тобина на 0,147). Для молодых компаний, наоборот, присутствие основателя положительно значимо. При прочих равных условиях по таким компаниям превышение по коэффициенту Q Тобина составит 0,467 над значением по компаниям с отсутствием основателя в числе управляющих.

Существенны различия и по отраслям. В тех сферах деятельности, где значим интеллектуальный капитал, наличие собственности у менеджеров, персонала, контрагентов (например, покупателей) положительно влияет на стоимость. В связи с этим можно сказать, что путь распределения акций среди лояльных покупателей специализированной парфюмерно-косметической торговой сети, представляющей собой группу компаний «Арбат Престиж», был не только рекламной акцией, как пытались представить некоторые СМИ, но и верным направлением по пути создания стоимости с точки зрения задействования нефундаментальных рычагов.

Принцип 8 — минимизация конфликтов интересов разных групп стейкхолдеров. Инвесторы должны быть уверены, что надлежащее корпоративное управление минимизирует конфликты интересов между собственниками и менеджерами, а также отдельными группами собственников. При этом следует придерживаться базовых принципов корпоративного управления (рис. 26.3).



Рис. 26.3. Принципы корпоративного управления, позволяющие создавать инвестиционно привлекательные компании

26.3. Корпоративное управление как система механизмов поиска консенсуса интересов стейкхолдеров

Понятия «корпоративное управление» (*corporate governance*) и «корпоративный менеджмент» (*corporate management*) не тождественны. В отличие от русского языка, где более распространен термин «управление», в английском языке эти понятия четко разделены.

Корпоративный менеджмент — это управление текущими операциями компании с целью наилучшим образом задействовать внутренние бизнес-процессы, выстроить системы сбора информации, принятия решений, касающихся операционной деятельности. Корпоративный менеджмент сосредоточен внутри компании. Это выстроенная система принятия решений, реализации бизнес-процессов, объединяющая механизмы ведения бизнеса для реализации принятых целей и задач. При этом многие элементы принятия решений скрыты от внешних наблюдателей. Компании редко раскрывают регламенты, положения о принятии тех или иных решений.

Корпоративное управление (КУ) преследует принципиально другие цели. Основная цель КУ — снять конфликты между заинтересованными в функционировании компании лицами, выстроить баланс интересов всех заинтересованных сторон, обеспечить минимизацию агентских издержек акционеров. В узком понимании КУ рассматривается как механизм внутреннего контроля собственников над менеджментом компании. Значимость его особенно велика при большом числе собственников и передаче оперативного управления наемным менеджерам (поэтому многие теоретические выводы по корпоративному управлению получены в США). Широкая трактовка КУ включает механизмы (финансовые и нефинансовые) выстраивания взаимоотношений со всеми ключевыми стейкхолдерами для формирования консенсуса интересов.

Таким образом, корпоративное управление характеризует систему взаимоотношений между советом директоров, менеджментом (с единоначальным генеральным директором или коллегиальным правлением во главе) и заинтересованными лицами, ключевая роль в которых принадлежит владельцам собственного капитала. В более широком представлении корпоративное управление объединяет все аспекты взаимоотношений компании с внешним миром, с ее финансовыми и нефинансовыми стейкхолдерами. Главная задача — обеспечение подотчетности наемного менеджмента, выявление интересов нефинан-

совых стейкхолдеров и нахождение баланса интересов для выстраивания стратегии компании.

О качестве КУ инвесторы судят:

- по прозрачности действий и доступности информации;
- защищенности прав акционеров (здесь важны и общестрановые принципы защиты и особенности правоприменения (inforcement) как на уровне государства, так и компании);
- функциям и качеству работы совета директоров;
- социальной ответственности.

В наибольшей степени конфликты интересов стейкхолдеров обостряются при корпоративной организационной структуре (в ОАО). В классическом виде корпорация характеризуется распыленной структурой собственности и наемным менеджментом. Первая причина роста конфликтов связана с ростом властных возможностей институциональных инвесторов, которые в состоянии оттеснить других акционеров. Часто компания представляет собой поле борьбы конкурирующих собственников.

Вторая причина связана с ростом значимости нефинансовых владельцев капитала. В ряде случаев они законодательно добиваются защиты своих интересов. Например, в Германии власть имеют как собственники капитала, так и персонал. В ряде европейских стран существенно влияние общества.

Третья причина обострения конфликтов заключается в специфичности такого института управления в компании, как совет директоров. Именно особенность позиции совета директоров породила специфический термин, связанный с управлением компанией, — «корпоративное управление». Как раз из проблем выстраивания баланса интересов между группами стейкхолдеров в компаниях англо-американского права и финансового рынка (США, Великобритания, Канада) вышло новое направление менеджмента — корпоративное управление.

Члены совета директоров могут быть избраны из числа менеджеров компании, акционеров, клиентов, партнеров, персонала компании, независимых консультантов, представителей государства и т.д. Выбор членов совета директоров в англо-саксонской системе права определяется желанием только акционеров, а в европейской на введение своих представителей в совет директоров имеют право и другие стейкхолдеры.

Для *IR*-службы компании важно понимание, что инвесторы готовы платить премию за акции фирм с качественной системой корпоративного управления на определенном рынке, а при оценке компаний на базе мировых аналогов возникает дисконт в цене. Объяснить на-

личие дисконта можно, если рассматривать КУ как самостоятельный значимый риск для владельцев акционерного капитала. В финансовой модели компании этот риск традиционно встраивается в ставку дисконтирования, увеличивая ее значение по сравнению с компаниями-аналогами с высоким качеством КУ. Таким образом, КУ влияет на расчетную стоимость компании и ее рыночную капитализацию. Корпоративное управление может рассматриваться как важный фактор создания стоимости компании наряду с фундаментальными показателями функционирования компании.

Для выстраивания финансового управления целесообразно разделить риски КУ на внутренние (несистемные) и внешние (системные).

Внутренние (несистемные) риски поддаются управлению со стороны менеджмента через различные внутрикорпоративные механизмы (например, через выстроенную с акцентом на создании стоимости систему мотивации и вознаграждения менеджеров и членов совета директоров). Набор используемых внутренних механизмов снижения риска КУ традиционно называется практикой или качеством корпоративного управления в компании.

Внешние (системные) риски практически не поддаются управлению со стороны компании. Они связаны с качеством институциональной и политической среды, наличием законодательных механизмов, эффективно защищающих права разных инвесторов. Известные работы профессоров Гарвардского университета Р. Лапорта и А. Шлейфера и профессора университета Чикаго Р. Вишни [83, 85, 86] доказывают наличие страновых дисконтов в цене из-за слабой институциональной защиты инвесторов.

Одним из возможных индикаторов правовой защиты может служить сложившаяся система права — прецедентное право (*common law*), берущее свои истоки из английской системы права, или кодифицированное право (*civil law*), уходящее корнями в романское право. Из указанных выше работ следует важный вывод: страновые дисконты в стоимости компаний может объяснить слабая правовая защита инвесторов, связанная с низким качеством институциональных механизмов защиты собственности. Единственным механизмом управления внешними рисками КУ со стороны компаний становится лоббирование изменений внешних условий функционирования предприятия.

Повышение эффективности внутренних механизмов КУ позволяет нарастить стоимость отдельной компании, в то время как повышение эффективности внешних механизмов КУ формирует «системную стоимость бизнеса», увеличивает рыночную капитализацию всего фондового рынка страны.

Размер дисконта, связанный с рисками КУ, варьируется по странам. Максимальная величина по оценкам компании McKinsey доходит до 40% (развивающиеся страны, переходные экономики со слабой институциональной защитой собственности). Изменение качества КУ можно проследить на основе рейтингов КУ, которые для инвесторов разрабатывают ведущие инвестиционные банки и аналитические агентства (например, PwC, Brunswick UBS Warburg). Российские инвесторы ориентируются на ежегодные рейтинги КУ Института корпоративного управления и права, а также на национальный рейтинг КУ «РИД-Эксперта».

Важным ориентиром для инвесторов является расчетный индекс стоимости (*value index*) как отношение фактической капитализации компании к потенциальной величине. Потенциальная капитализация представляет собой оценку компании в случае, если бы она работала в условиях развитых рынков с высокими стандартами корпоративного управления. Если для ведущих компаний Российской Федерации индекс стоимости может находиться на уровне 0,5—0,7, то для ряда компаний рынка индекс имеет крайне низкое значение (например, 0,07 для «Мосэнерго» по исследованию Б. Блэка [59]).

Для публичных компаний важный вопрос — поддержание ликвидности акций. Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР России) требует, чтобы для включения в котировальные листы бирж доля акций, принадлежащих одному лицу и аффилированным с ним лицам, не превышала 90%. Для ряда компаний российского рынка активные операции по выкупу акций и концентрации пакета приводят к критическому уровню сохранения статуса публичной компании. Например, по пивоваренной компании «Балтика» к концу 2007 г. в свободном обращении осталось не более 4% акций, что повлекло за собой то, что инвестиционная компания Deutsche UFG приняла решение о прекращении анализа «Балтики».

Многие компании принимают кодекс корпоративного поведения, в котором руководство и мажоритарные собственники берут на себя обязательства выполнять зафиксированные общемировые требования по учету интересов различных групп в рамках десяти положений:

- принципы корпоративного поведения;
- общее собрание акционеров;
- совет директоров (наблюдательный совет) общества;
- исполнительные органы общества;
- секретарь общества;
- существенные корпоративные действия;
- раскрытие информации об обществе;

- контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества;
- дивиденды;
- урегулирование корпоративных конфликтов.

Взаимоотношения с обществом (PR), социальный капитал и устойчивое развитие бизнеса. Под **социальным капиталом** понимают сложившиеся социальные связи компании в обществе, которые базируются на доверии и признании заслуг. Социальный капитал представляет собой выраженное в форме дополнительных денежных выгод для собственников доверие общества, ключевых стейкхолдеров (контрагентов), которое они оказывают компании.

Компании должны осознать, что общественно-политические силы в состоянии кардинально изменить условия функционирования как отдельных игроков на рынке, так и всей отрасли (как, например, произошло с игровым бизнесом в Венесуэле или России). С одной стороны, действия общественных организаций могут подорвать репутацию компании или даже довести ее до банкротства, особенно при работе на высоком финансовом рычаге. Такая ситуация возникла с развитием Интернета и ростом независимых от правительств и крупных игроков рынка средств масс-медиа. Самые разные группы заинтересованных лиц могут быстро мобилизовать общественное мнение в свою поддержку. С другой стороны, общественные организации и политические партии могут создавать рыночные возможности, снимать ранее незыблемые барьеры входа в отрасль. В их силах формировать новые потребительские предпочтения и указывать на неудовлетворенные нужды.

Задача менеджмента компании — улавливать общественные настроения и учитывать их при принятии решений, особенно стратегических, а задача финансового директора — количественно оценивать влияние общественных настроений, показывать собственникам и менеджерам чувствительность финансовых показателей от изменений в общественно-политической среде. Кроме того, важно в изменении общественно-политических настроений видеть не только источник рисков, от которого выстраиваются системы защиты, но также и потенциальные возможности, которые должны быть просчитаны и при наличии эффективных вариантов реализованы.

Концепция долговременной устойчивости развития (sustainability growth) отстаивает принцип неотделимости экономического роста бизнеса от его экологических и социальных последствий. Любая экономическая деятельность, губящая природу или нарушающая права человека, преступна и не может создавать долгосрочную стоимость. Произошла трансформация в финансовом видении цели развития

бизнеса, научный мир заговорил о новой стейкхолдерской модели финансового анализа и управления. От концепции акционерной стоимости, направленной в основном на максимизацию благосостояния инвесторов, произошел переход в сторону максимизации благосостояния всех заинтересованных лиц (признание не только экономических благ, но и социальных ценностей и экологической ответственности компаний).

Наряду с созданием некоммерческих общественных организаций при ООН по отстаиванию принципов устойчивого развития многие компании в своей деятельности постепенно переходят к «социально ответственному бизнесу». Это выражается как в предоставлении отчетности «по трем измерениям» в рамках концепции «тройного итога» (*triple bottom line*)¹, так и в принятии решений с учетом заинтересованных лиц. Главный принцип реализации этой концепции заключается в следующем: основная задача менеджмента компании — создавать рост стоимости не только для финансовых владельцев капитала (инвесторов), но и для нефинансовых стейкхолдеров.

Суть концепции «тройного итога» состоит в учете при принятии управленческих решений в компании не только финансовых результатов, но и социальных, экологических последствий, а также этических вопросов.

Примеры социально-ответственного поведения на протяжении ряда последних лет демонстрируют: англо-голландская компания RD Shell, немецкий холдинг Siemens, крупнейший в мире производитель алюминия Alcoa, многие европейские компании (отчасти из-за сильного влияния профсоюзов и законодательной возможности влияния на принятие решений в компаниях).

При ООН с 1998 г. работает международная комиссия по внедрению и разработке новых «трехмерных» стандартов Глобальной инициативы по отчетности в области устойчивого развития (*Global reporting initiative, GRI*) (рис. 26.4). Разработаны Руководства по отчетности в области устойчивого развития [73]. За последние годы создан ряд унифицированных стандартов социальной отчетности, таких как *GRI G3* и *A11000*.

В 2004 году Российским союзом промышленников и предпринимателей (РСПП) была принята «Социальная хартия российского бизнеса», в которой зафиксировано понимание социальной миссии бизнеса. Основными принципами названы: экономическая и финансовая устойчивость, качество продукции, взаимоотношения с работниками, права человека, экологическая безопасность. Бизнес-ассоциации соз-

¹ Отчетность по трем измерениям: финансовая, экологическая, социальная.

дают свои системы поддержки компаний и их менеджеров, которые проводят политику социальной ответственности. На российском рынке появились консультационные услуги по разработке программ социальной ответственности и составлению социальной отчетности.

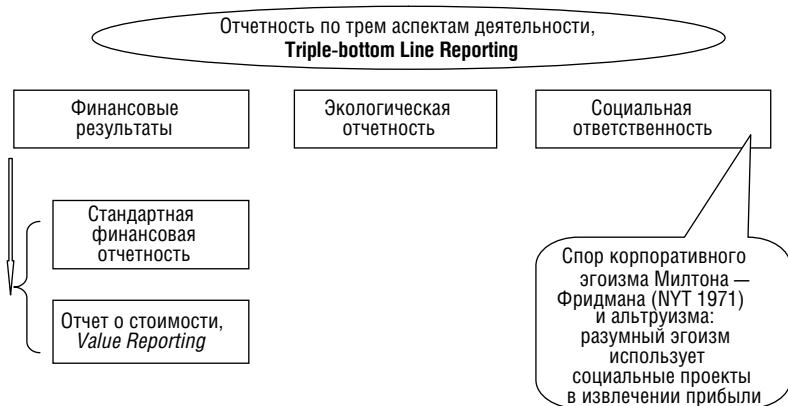


Рис. 26.4. Новые формы отчетности для компаний устойчивого развития

В стандартах *GRI* составляют социальные отчеты такие компании, как «Лукойл», «Татнефть», «Норильский никель», «Группа „Илим“», «Северо-Западная лесопромышленная компания». Финансовая корпорация «УРАЛСИБ» первой в России подготовила аудированный социальный отчет на базе обновленных принципов *GRI G3*. Аудиторская компания PwC присвоила в 2007 г. социальному отчету компании рейтинг *B+*.

Профессиональные инвесторы (паевые, пенсионные, взаимные фонды, фонды прямого инвестирования) со своей стороны также поддерживают компании, реализующие стратегию учета интересов нефинансовых стейкхолдеров. Активно развивается концепция *социально-ответственных инвестиций* (*social responsibility investments, ethical investments*). Институциональные инвесторы поддерживают через приобретение ценных бумаг на бирже те компании, которые демонстрируют не только хорошие показатели экономической эффективности, но и отличаются «примерным поведением» относительно окружающей среды, развития местного сообщества, неучастия в производстве и продаже определенной продукции, оказывающей вред здоровью или моральному климату. Разработаны индексы портфелей ценных бумаг для реализации стратегии социально ориентированного инвестирования на рынке.

Государство также может поддерживать политику корпоративной социальной ответственности (КСО) со стороны бизнеса. С 1 января 2002 г. на федеральном уровне отменена льгота по налогу на прибыль для компаний, осуществляющих благотворительность. Однако законодательным органам республик, краев и областей Российской Федерации разрешено стимулировать благотворительность через понижение ставки налога на прибыль, направляемых в региональные бюджеты в пределах 4%. Таким образом, компании с КСО могут платить налог на прибыль, где это позволено, не 24%, а только 20%¹. Некоммерческие организации — получатели благотворительных отчислений обязаны заплатить налог на прибыль по ставке 24%.

Инвестиционная стратегия компаний с большим весом человеческого или клиентского капитала не может разрабатываться только в рамках финансовых показателей. Например, строить принятие инвестиционных проектов только на базе уже ставших классическими показателей чистого дисконтированного дохода (*NPV*) или внутренней нормы доходности (*IRR*) было бы неправильно. Наряду с финансовыми индикаторами эффективности значимыми становятся маркеры достижения целей, близких к интересам нефинансовых стейкхолдеров. Примером такого «продвинутого» подхода может стать формирование многокритериальных целей на базе концепции сбалансированной системы показателей Нортон и Каплана (*BSC*) [24]. В этом случае финансовая проекция будет дополнена оценочными показателями в области создания клиентского капитала (внешнее положение компании на рынке и маркетинговые цели), человеческого (развитие персонала), организационного (совершенствование внутренних бизнес-процессов).

В контексте инвестиционной политики компании следует говорить о включении в инвестиционный бюджет социальных инвестиций. **Социальное инвестирование** — это процесс осуществления компанией политики корпоративной социальной ответственности через инвестиционную деятельность, включение в инвестиционный бюджет программ развития основных групп стейкхолдеров, а также местного сообщества и экологии.

Создание социального капитала российскими компаниями часто реализуется через финансирование проектов по поддержке слаборазвитых слоев населения или животных (например, амурского тигра). Так, страховая группа «РЕСО-Гарантия» в 2002 г. ввела «зеленый полис» автокаско, с которого идут отчисления во Всемирный фонд

¹ В московской области благотворительные отчисления позволяют уменьшать налог на прибыль на 2 процентных пункта.

дикой природы (*World wide fund for nature, WWF*). Пластиковая карта «Альфа-банка» *WWF* также предусматривает перечисление определенного процента (0,3% суммы каждой совершенной с ее помощью покупки) в *WWF*. Однако такая социально активная позиция компании не оказывает влияния на рост продаж и улучшение финансовых показателей. Возможно, главная ошибка допускается из-за неумения построить правильное социальное позиционирование, интегрировать социальный маркетинг с выбранной стратегией развития компании, с тем основным профилем бизнеса, бизнес-моделью, которая выбрана для присутствия на рынке.

Главный принцип, который должен работать при формировании социального капитала, — реализация таких проектов, которые убеждают общество и потребителей в действительной борьбе за ценности выбранной сферы деятельности, поставляемой на рынок продукции или услуги. Для банковского сектора это может быть борьба за корректное и открытое поведение с клиентами, сохранение банковской тайны, помощь в экстремальных ситуациях. Для фармацевтических компаний и аптечных сетей целесообразно включать в социальные программы борьбу за права больных, качественное медицинское обслуживание, изгнание с рынка контрафактной и ложной продукции.

26.4. Финансовые механизмы работы служб взаимоотношений с персоналом (HR-подразделений)

В современном мире уже никто не сомневается, что «кадры решают все», поэтому ошибочны решения тех компаний, которые стремятся сэкономить на персонале и тем более на наемном топ-менеджменте. Дефицит квалифицированной рабочей силы заставляет компании серьезно относиться к управлению персоналом. Практика показывает, что народная поговорка «скупой платит дважды» здесь проявляется в полной мере. Предприятия, стремящиеся к лидерству, понимают значение *HR*-службы, которая кроме традиционной работы учета, делопроизводства, оценки имеющейся рабочей силы на современном рынке должна занимать проактивную позицию в формировании нужных для компании компетенций, т.е. находить на рынке специалистов с требуемой сейчас и в будущем квалификацией, а также развивать полезные навыки у работающих. Еще одна задача, активно реализуемая *HR*-службой, — построение систем мотивации работников, включая разнообразные формы денежного вознаграждения.

На развитых рынках наряду с понятием товарного бренда активно используется термин «бренд работодателя» и разрабатываются рекомендации бренд-менеджмента в кадровой работе [14]. Независимыми экспертами составляются рейтинги работодателей (например, по Великобритании). Обычно рассматриваются порядка десяти аспектов в работе компании: оплата труда, построение премиальной системы, возможности карьерного роста, обучение, профессиональный рост, возможность учиться или работать за границей, культура компании, готовность фирмы к инновациям, КУ и отношение к окружающей среде. На российском рынке также присуждается премия «HR-бренд года».

Многие HR-программы достаточно затратны, и разработка их бюджета, обоснование целесообразности требуют как специальных финансовых знаний сотрудников HR-подразделения, так и тесной работы со специалистами финансово-экономической службы. Основные современные технологии управления персоналом, построенные на системах грейдов, бонусных схем, лестнице карьерного роста, формировании моделей коренных компетенций, базируются на понимании рыночной стоимости компании и факторах создания и проявления на рынке этой стоимости.

Проблема построения системы вознаграждения персонала и топ-менеджеров компании важна в рамках двух аспектов. С одной стороны, чем выше уровень вознаграждения, тем большие издержки несет собственник. С другой стороны, правильно выстроенная система вознаграждения и соответственно более высокий уровень оплаты труда мотивирует персонал и руководителей эффективно организовать деятельность предприятия, нацеливает на достижение поставленных стратегических целей, что в итоге оказывает значительное влияние на финансовые показатели и уровень капитализации компании, за которые отвечает финансовый директор.

Можно выделить общие принципы, которым должна соответствовать система вознаграждения в современной компании:

- баланс интересов участников процесса принятия решений (между собственниками и менеджерами, разными группами собственников, владельцем собственного капитала и кредиторами), социальный баланс между обществом и инвесторами;
- стимулирование с учетом «разделения рисков» (мотивация на достижение конечных результатов, согласие на принятие ответственности и риска, вознаграждение только за принятый риск, за усилия, согласие на непривлекательные или долгоокупаемые решения);

- экономичность и счетность (возможность денежной оценки благ, получаемых менеджерами и работниками компании, соответствие размера выплат и денежных потоков, генерируемых компанией, контроль над «левыми доходами»);
- удержание (конкурентность позиции рабочего места в компании на рынке труда).

Так как возможности влияния на долгосрочные результаты деятельности компании у работников разные, то целесообразно выделять группы участников системы вознаграждения, соответствующие уровню принятия решений в компании. В упрощенном представлении можно говорить о двух больших группах. Составные части, которые формируют общую величину вознаграждения, показаны на рис. 26.5.

Размер денежного вознаграждения обычно определяется с помощью пяти показателей и с учетом специфики российского рынка.

1. Состояние рынка труда и размер оплаты в аналогичных организациях. Следует учитывать ситуацию с дефицитом специалистов по отдельным видам деятельности и высокую конкуренцию среди работодателей и, как следствие, текучесть кадров (текучесть кадров среди специалистов и менеджеров по российским компаниям превышает уровни европейских стран)¹. Возрастает объем затрат на получение специального образования, в том числе связанного с бизнесом и администрированием.

2. Особенности отрасли (имеющиеся риски, развитие отрасли, доступность денежных средств).

3. Сложность управления компанией с учетом:

- ее размера (определяется по величине активов, количеству выручки, занимаемой долей рынка);
- темпов роста компании и длительности ее существования на рынке;
- диверсификации продукции или направлений деятельности;
- наличия и значимости нематериальных активов и НИОКР;
- географической диверсификации.

¹ В 2006 году в московских компаниях текучесть кадров в среднем была 11,2%, по рабочим и административным должностям показатель составлял 21,8%, у топ-менеджмента — 5%. В 2007 году текучесть кадров по Российской Федерации (опрос 165 компаний аналитиками международной консалтинговой компании Mercer) составила 13—16%. По странам Восточной Европы текучесть кадров находится в диапазоне 8—12%. Самая высокая текучесть отмечалась в рознице (сети магазинов, банковский ритейл). Относительно низкая текучесть у крупных западных компаний, которые работают на российском рынке. Отчасти это связано с продуманностью системы денежного вознаграждения и кадрового роста. (Данные консалтинговой компании на рынке труда «Хэй групп Россия».)

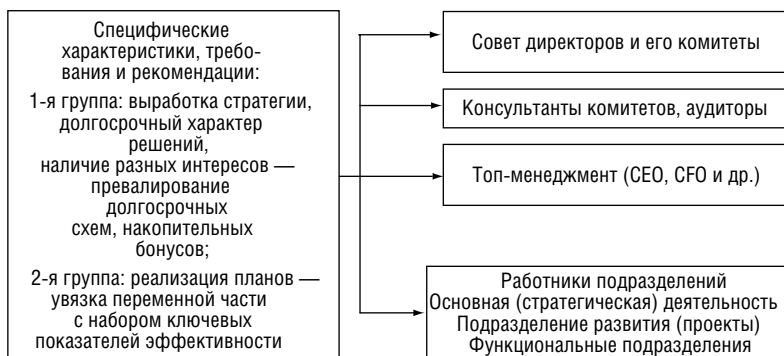


Рис. 26.5. Спецификация системы вознаграждения по уровням управления

4. «Игры получателей», например менеджеров, затрудняющих оценку ситуации в отрасли и компании, нейтрализующих действие механизмов внутреннего и внешнего контроля, препятствующих объективной оценке личного вклада в деятельность компании, в результате чего возникает возможность получения «левого» заработка.

5. Включение компании в листинг международных бирж (например, NYSE) — этот фактор важен для топ-менеджеров и членов совета директоров при установлении величины денежного вознаграждения.

Элементы системы вознаграждений по нарастанию уровней управления компании представлены на рис. 26.6.

По результатам исследования «Обзор систем вознаграждения, основанных на акциях» (2005 г., PwC Global Equity Incentive Survey), проведенного агентством PwC в 2005 г., базовая заработная плата руководителей в среднем составляет 37% в структуре общего денежного вознаграждения, бонус — 23%, а долгосрочное вознаграждение — 40% (рис. 26.7).

Социальный пакет традиционно включает в себя пенсионное обеспечение, медицинское и транспортное обслуживание, питание, страхование жизни и профессиональной ответственности, образовательные программы и тренинги, заботу о детях сотрудников. Гораздо реже в социальный пакет входят льготные кредиты (целевые и общие), обеспечение жильем.

Страхование профессиональной ответственности руководителей (*Directors & Officers liability insurance*) — популярный в зарубежных компаниях, но новый для российских элемент социального пакета. Страховая выплата выдается только в том случае, если высшему руководству будет предъявлено обвинение в неисполнении или нарушении

своих обязанностей (страховые компании покрывают адвокатские расходы, штрафы и другие выплаты). Компании не обязаны заключать подобные договора, но, по данным консалтинговой фирмы Tillinghast-Towers Perrin, 97% открытых акционерных компаний США в 2001 г. застраховали в связи с теми или иными рисками своих руководителей. Для размещения на NYSE ADR третьего уровня наличие таких договоров обязательно. Страхование ответственности введено в компаниях «Вымпелком», «МТС» (с 2002 г.), «Лукойл» (с 2004 г.).

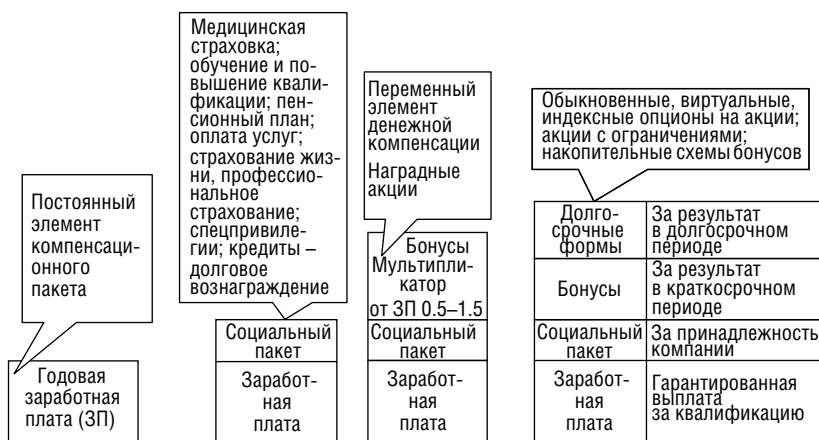


Рис. 26.6. Элементы системы вознаграждения

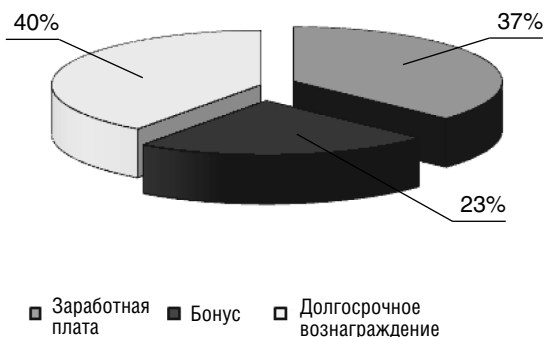


Рис. 26.7. Распределение общей суммы вознаграждения

Вознаграждение членов совета директоров имеет в принципе ту же структуру, что и компенсационный пакет топ-менеджеров (постоянная и переменная части денежного вознаграждения, социальный пакет,

долевое участие), но несколько отличается по соотношению частей и содержанию. Переменная часть вознаграждения связана с участием в заседаниях (иногда за общее количество регулярных заседаний, чаще — только за дополнительные заседания, за работу в комитетах). В некоторых компаниях члены совета директоров не получают переменной части денежного вознаграждения. Социальные пакеты часто ограничены предоставлением транспортных услуг для профессиональной деятельности и страхованием жизни и профессиональной ответственности. Наградные акции и различные формы фондовых опционов широко распространены при ликвидности акций на фондовом рынке, в противном случае они связаны с программами выхода на рынок (*IPO*).

По традиции в текущее вознаграждение включают постоянную и переменную части. Постоянная часть вознаграждения (зароботная плата за год) определяется до начала работы с учетом профессиональных и других качеств работника, состоянием рынка труда и финансовых возможностей компании. Часто ориентиром для определения заработной платы является среднее значение в аналогичных компаниях данного рынка. Это обязательный элемент во всех формах вознаграждения.

Планируемый размер текущей переменной части (бонуса) вознаграждения обычно определяется в процентах от годовой заработной платы. Типичный мультипликатор оплаты труда составляет 1—1,5 для верхнего уровня управления и 0,2—0,3 — для нижнего.

Достаточно популярными в последние годы стали системы формирования бонусной части вознаграждения от ключевых показателей эффективности (*KPI*). Для каждого уровня управления выбирается свой набор показателей, причем с понижением уровня растет доля нефинансовых индикаторов достижения целей. В публичных компаниях для высшего уровня управления доминируют стоимостные показатели, часто фиксируемые по фондовому рынку (*TSR*, *TBR*, темп роста капитализации), для непубличных компаний ключевыми показателями эффективности часто выступают темп роста выручки, доходность вложенного капитала, рентабельность продаж (маржа).

Вознаграждение на базе показателя *EVA* (рис. 26.8) предлагается во многих зарубежных компаниях, реализующих идеи Стерна — Стюарта, и их представительствах, работающих в Российской Федерации (например, в компаниях Siemens, Sony). Так как одной из проблем традиционных схем переменного вознаграждения является лимитированность получаемой суммы для менеджера, то часто предлагаемая схема *EVA*-вознаграждения строится линейно от базового оценочного пока-

зателя и не имеет верхней планки. Тем самым реализуется идея неограниченных компенсаций менеджеру за успех и наказание за промахи. Например, при использовании схемы № 1 (рис. 26.8) вводится коэффициент участия K , обычно находящийся в диапазоне от 0,2 до 5% (с учетом разного уровня управления). Для нижних уровней управления $K = 0$. Для среднего уровня управления коэффициент участия часто устанавливается на уровне 2%.

Пример. Для заработанного значения EVA за 2003 г. в размере 100 млн руб. текущий бонус составит 2 млн руб. Если в следующем году EVA будет равно 120 млн руб., то вознаграждение составит 2,4 млн руб.

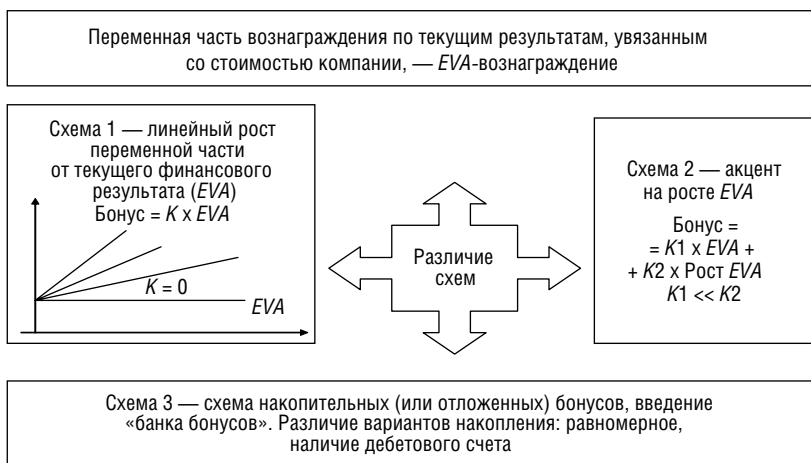


Рис. 26.8. Переход от линейной шкалы бонусного вознаграждения к банку бонусов

Однако у такой схемы есть несколько ограничений:

- схема не работает в компаниях с отрицательным значением EVA ;
- для менеджеров остаются стимулы искажения значения EVA ради получения текущего вознаграждения. Более корректно было бы увязывать текущую компенсацию с приростом показателя за период (например, год) или с изменением над ожидаемым (плановым) уровнем;
- ограничение «восприятия» неограниченных выплат, когда экстраординарно большая премия деморализует работу на следующий временной отрезок.

Приростной подход к бонусному вознаграждению реализует схема № 2 (рис. 26.8). В этом случае:

$$B = k_1 EVA + k_2 \Delta EVA,$$

где B — годовой бонус (переменная часть вознаграждения);
 k_1 — коэффициент участия в созданной за период стоимости EVA (имеет значение только при положительном EVA), $k_1 = 0$, если EVA отрицателен;
 k_2 — коэффициент участия в росте EVA ;
 ΔEVA — изменение EVA за период (например, год).

В схеме № 2 компенсационные планы могут учитывать как текущую ситуацию, так и результат прошлых периодов (схема допускает введение k_3, k_4). Динамике показателя отдается большее значение, чем его абсолютной величине, поэтому $k_2 > k_1$.

Второе слагаемое (изменение EVA) поощряет менеджеров за улучшение деятельности, в то время как первое (долевое значение EVA) зарабатывается только в случае, если показатель EVA положительный. Таким образом, даже если текущее значение EVA отрицательно, стоимость прирастает путем сокращения убытков и менеджеры в данной схеме мотивируются на уменьшение отрицательного значения EVA . В отличие от традиционных компенсационных планов не существует ни верхней, ни нижней границы. Чем больше менеджеры вкладывают усилий, тем большее вознаграждение они получают.

Пример. Рассмотрим пример, реализующий схему № 2. Пусть $k_1 = 1\%$, $k_2 = 30\%$, $EVA_{2003} = 100$ млн руб., $EVA_{2004} = 120$ млн руб. Тогда бонус за 2003 г. равен 1 млн руб., а бонус за 2004 г. составляет:

$$1\% \text{ от } 120 + 30\% \text{ от } 20 = 1,2 + 6 = 7,2 \text{ млн руб.}$$

Схема № 3 на рис. 26.8 предполагает создание банка бонусов. Этот вариант (а точнее, множество схем на его основе) реализует идею увязки текущего вознаграждения и долгосрочных результатов. Менеджеры должны быть наказаны, если они не оправдывают текущие и многолетние ожидания собственников. В схеме № 3 бонус не выплачивается полностью в момент, когда он был заработан, а проходит через гипотетический банк, где часть остается на счете, а часть выплачивается в текущем году. Этот своеобразный банковский счет каждый год корректируется путем добавления или вычитания соответствующих величин. В годы плохой работы баланс банка уменьшается, а в годы успешной работы пополняется. В определенном смысле схема № 3 является развитием схемы № 2 при множественности значений k .

Основной чертой бонус-банка является то, что дополнительные бонусы накапливаются и выплачиваются в будущем только в случае

успешной деятельности. Таким образом, отсроченные бонусные платежи удлиняют горизонт оценки принимаемых менеджерами решений и, следовательно, уменьшают вероятность принятия краткосрочных решений ради увеличения текущего компенсационного пакета.

Для компаний, реализующих концепцию управления стоимостью, важны связи, устанавливаемые между долгосрочным принятием решений и системой вознаграждения. Один из популярных механизмов решения — передача акций в собственность топ-менеджеров или же различные *опционные программы*. Более сложной, но и более эффективной, является система банка бонусов с отложенными выплатами, которые привязаны к динамике цен акций или расчетным величинам, диагностирующим изменение акционерной стоимости. Принципиальные варианты построения долгосрочной системы вознаграждения показаны на рис. 26.9.

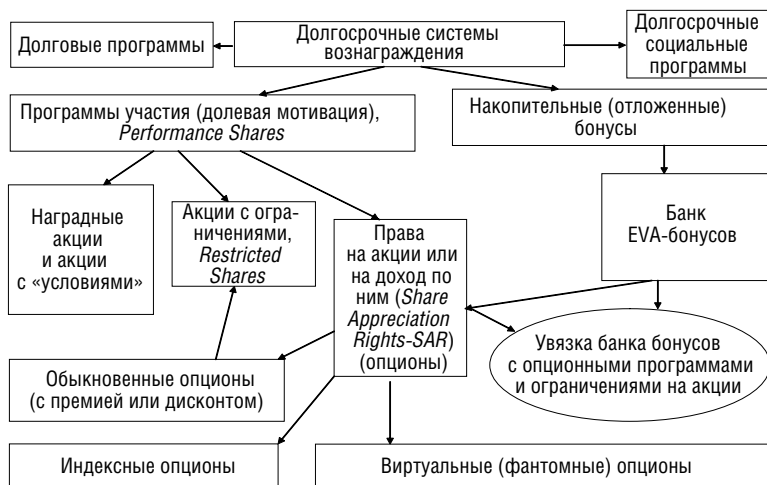


Рис. 26.9. Разнообразие долгосрочных денежных форм вознаграждения

Акции с «условиями» получают менеджеры и директора в оговоренных случаях, связанных с изменением статуса компании или структуры собственности. Аналогичные программы существуют и в виде обусловленных бонусов. Например, председатель совета директоров SonocoPhillips А. Данхэм в результате объединения двух компаний в 2002 г. получил 16,2 млн дол. по условиям слияния. Аналогично менеджеры «Объединенных машиностроительных заводов» (ОМЗ) по результатам слияния в 2004 г. с концерном «Силловые машины», несмотря на незаконченность опционных планов, должны были бы получить

акции, выделенные ранее на опционные программы. В таких случаях реализация акций предусмотрена с существенным дисконтом к цене исполнения, что соответствует мировой практике. Обусловленные акции и бонусы, как видно из приведенных примеров, играют не столько стимулирующую (рычаговую) роль, сколько компенсируют издержки возможных кадровых перестановок и реализуют принцип удержания.

Множество исследований, наряду с рассмотрением различных вариантов снижения агентских затрат, содержит анализ влияния доли собственности менеджеров на стоимость компании. По данным эмпирических исследований, оптимальный уровень собственности в руках менеджеров находится в двух диапазонах: 0—5% или более 25%. С увеличением доли собственности менеджеров с 0 до 5% наблюдается рост рыночной оценки компании. В диапазоне 5—25% наблюдаются эффекты, получившие в литературе характеристику «окапывания» менеджеров. При доле собственности выше 25% интересы акционеров-аутсайдеров и инсайдеров сближаются. Для компаний с высокой долей интеллектуального капитала (например, ИТ-сектора экономики), а также для развивающихся стран с традиционно концентрированной собственностью оптимальный диапазон владения долями в собственном капитале менеджерами смещен.

Путь сближения интересов менеджеров, работников и собственников через разделение собственности имеет ряд ограничений.

Первое ограничение. Связано со сменяемостью персонала и топ-менеджеров. Текучесть кадров в верхних эшелонах американских и европейских корпораций и, как следствие, ослабление стимула топ-менеджеров к долгосрочной оценке деятельности персонала — тенденция последних лет. По данным компании DBM (консалтинг в области кадровой стратегии) [70], к концу 2001 г. средний срок пребывания одного лица на посту генерального директора сократился до 2,75 года (в 1999 г. он составлял три-четыре года). Волна сделок *M&A* на российском нефтяном рынке также породила существенные кадровые перестановки. Превазирование спроса над предложением на рынке труда менеджеров привело к сокращению срока пребывания на должности среднего уровня управления в нефтегазовых компаниях Российской Федерации до двух лет¹. Этому процессу также способствовали усилия хедхантеров российского рынка.

Отчасти проблема сменяемости менеджеров может смягчаться введением ограничений на действия с акциями или продлением срока

¹ По оценке автора и на основании данных, полученных при изучении факторов карьерного роста участников программы «Нефтегазовый бизнес» Академии народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации за период 2000—2004 гг.

предоставления опциона, а также при помощи виртуальных опционных программ.

Второе ограничение. Связано с незащищенностью позиции миноритарного акционера российской компании (слабая контрактная среда). Многие менеджеры и высшие руководители слабо мотивированы обладанием долей собственности из-за потенциальной возможности размывания доли по инициативе контролирующего собственника или возможной потери собственности при продаже компании. При принятии решений в данном случае превалируют личностные аспекты (слово основного владельца).

Третье ограничение. Связано с потенциальным нарушением принципа разделения рисков. Бонусы как переменная часть вознаграждения (*performance-based compensation*), увязанная с «усилиями» и демонстрируемыми достижениями компании, позволяют «разделить риски». Принцип разделения рисков требует, чтобы риск, не контролируемый менеджерами, был устранен. Вознаграждение должно быть максимально увязано с усилиями (рисками) агента, а не с положительными тенденциями на рынке или усилиями других лиц. При построении вознаграждения на основе динамики цены акции принцип разделения рисков часто нарушается.

Одним из вариантов решения проблемы являются контракты «относительного участия» (*relative performance contract*) [75]. Такой контракт определяет вознаграждение менеджера по результатам деятельности фирм-конкурентов или рынка (если речь идет о росте капитализации). В долгосрочных схемах этим контрактам соответствуют индексные опционы (с плавающей ценой исполнения). Таким образом, контракт «относительного участия» устраняет риски, влияющие на компании данной отрасли или рынка в целом. Недостатком таких контрактов экономисты считают порождение стимулов к агрессивной конкуренции на рынке, что может приводить к снижению доходности отрасли.

Еще один вывод, следующий из принципа разделения рисков, — долевые долгосрочные программы вознаграждений более адекватны уровню топ-менеджеров и членов совета директоров. Для других уровней потребуются специальные поправки и ограничения, отражающие степень усилий, что может быть не всегда прозрачно и понятно участникам.

Четвертое ограничение. Связано с низкой ликвидностью рынка акций в Российской Федерации и возможностью инсайдеров или крупных игроков рынка манипулировать ценами.

Пятое ограничение. Порождается барьерами по движению капитала между странами. До августа 2001 г. имели место определенные огра-

ничения по доступности программ «участия в капитале» российских менеджеров и персонала, работающих в российских филиалах и подразделениях иностранных фирм (ограничения были обусловлены валютным регулированием инвестиций в иностранные компании). Со второй половины 2001 г., после того как были введены поправки в валютное законодательство, планы создания акционерной собственности (*employee stock ownership plans, ESOP*) стали доступны и российским участникам, с 2004 г. лимит инвестиций в капитал иностранных компаний был увеличен (потенциально доля участия в программе увеличилась).

В программах «участия в собственности» для владельцев компании следует учитывать три момента:

- не всегда передача собственности в виде дара целесообразна, большую мотивацию создают программы «выкупа долей» или опционные контракты (передача прав на переход собственности);
- право воспользоваться опционом на акции разумно «растягивать» во времени (т.е. реализовывать поэтапно). В успешных компаниях часто реализуется следующий алгоритм: 20% опционного блока может быть превращено в акции в первый год от начала 12-летней программы, далее по 6% в течение 10 лет и оставшиеся 20% — только на 12-м году. Таким образом менеджер не только мотивируется на создание инвестиционной привлекательности компании, но и «удерживается» в ней;
- ряд позиций в топ-менеджменте компаний должны вознаграждаться (в части бонусов и опционных контрактов) не генеральным директором, а советом директоров (комитетом по вознаграждениям). Это связано с определенными конфликтами интересов между генеральным директором и собственниками. В число этих «избранных» часто попадает финансовый директор.

Фондовые опционы (фондовые свидетельства) дают право участнику программы (менеджеру, работнику, члену совета директоров) купить акцию компании по определенной цене (цене исполнения) в течение фиксированного периода предложения опциона. Классический вариант: цена исполнения устанавливается по текущей рыночной цене акции. Существуют и другие, менее традиционные варианты:

- дисконтные опционные программы, предлагающие цену исполнения ниже текущей рыночной;
- премиальные опционы, в которых цена исполнения выше текущей биржевой цены;
- индексные опционные программы, в которых цена исполнения привязана к отраслевому или рыночному индексу, т.е. меняется

во времени (например, такие программы используют американские компании «новой экономики»: Broomfield, Level 3 Communications, такие же условия были зафиксированы в программах компании «Объединенные машиностроительные заводы»).

В индексных опционных программах реализуется идея контракта «относительного участия». Дисконтные, премиальные, стандартные опционные контракты предполагают по окончании опционного периода переход собственности в руки участника.

Дисконтные опционные программы первоочередной целью имеют передачу акций участникам и поэтому предполагают дополнительные ограничения на распоряжение полученными акциями. Например, акции не могут быть проданы после исполнения опциона в течение определенного срока (оговаривается период времени) или задаются целевые показатели, снимающие ограничения (темп роста компании, темп роста прибыли, *TSR*). В ряде случаев ограничение касается числа лет работы участника в компании на определенной должности.

Другая схема опционных контрактов закрепляет акции за участником, но не дает право окончательного перехода собственности. В определенном смысле это виртуальные схемы поощрения акциями, так называемые планы наделения «фантомными акциями» (*phantom stock plan*), когда вознаграждение увязано с динамикой цен акций (денежные выплаты менеджерам равны удорожанию определенного пакета акций во времени) и выплачиваемыми дивидендами. Для снятия проблемы размывания капитала при высокой мобильности кадров, поддержания высокой доли свободно обращаемых акций эти схемы являются очень эффективными. Компании «Вымпелком», «Лукойл» реализуют схему фантомных акций для своих ключевых менеджеров и директоров.

Суть опционных программ вознаграждения — отложенное владение акциями и право получения выигрыша только при положительной динамике эффективности работы компании. Менеджер получает (покупает) не сами акции, а только право покупки их через определенный период времени по фиксированной цене. Это право предоставляет компания.

Значимые факторы, определяющие целесообразность перехода к опционным программам:

- ориентация на долгосрочные эффекты (баланс интересов со стратегическими инвесторами);
- возможность сократить текущие денежные выплаты (экономичность);
- сокращение налоговых платежей;

- эффект удержания, который создают нематериальные (брендовые) факторы.

Среди недостатков опционных программ можно выделить:

- риск неполучения выгоды участниками при высокой колеблемости рынка акций или низкой ликвидности;
- нарушение принципа стимулирования при рыночной неэффективности;
- возможность размывания структуры капитала и потери контроля;
- возможность снижения доли свободно обращаемых акций;
- затратность как по ведению программ, так и по мониторингу и реализации (при выкупе акций на рынке);
- мотив манипуляций с отчетностью;
- слабое законодательное регулирование и незащищенность участников.

До 2001 года опционы были не особенно популярны в России. Да и сегодня в реальном секторе экономики только немногие компании действительно используют опционные механизмы вознаграждения («МТС», «Вымпелком», «Татнефть», IBS, «Лебедянский», «Вимм-Билль-Данн», «Лукойл», «ОМЗ»). Подавляющее большинство из этих компаний выпустило опционы в период 2001—2003 гг.

Традиционно пакет акций по опционной программе или программе акций с ограничениями увязывается с бонусом года, когда вводится опционная программа.

Пример. При годовой заработной плате 100 тыс. дол. и годовом бонусе 100 тыс. дол. (мультипликатор равен 1 и нормативные требования по подразделению и личному участию выполнены полностью) опционная программа составит 25%, т.е. предлагаемый по опционному контракту пакет будет иметь цену исполнения 25 тыс. дол. Количество акций в опционной программе данного года или количество передаваемых акций с ограничениями будет рассчитываться следующим образом:

Количество акций данного года по программе = 25 тыс.
дол. / Рыночная цена акции на момент начала программы.

В ряде случаев величина пакета увязывается с суммой общего вознаграждения. Примером может служить нефтяная компания «Лукойл» (трехлетняя опционная программа с 1 июля 2002 г.), система опционного вознаграждения которой схожа с НК Chevron: компания приобретает акции на фондовом рынке, дивиденды по этим акциям начисляются участникам программы, а по истечении трехлетнего срока

акции переходят в собственность участника. Размер пакета каждого участника (порядка 20%) задается не количеством акций, а величиной общего денежного вознаграждения.

В ряде случаев сумма выделяемого по программе опционного пакета фиксируется в пропорции к базовой заработной плате работника (6 : 1 верхнего уровня управления и 4 : 1 — среднего) и корректируется на степень достижения целевого показателя. Например, если целевым показателем выступает общая доходность по акции (*TSR*), то достижение определенного уровня доходности (среднеотраслевого, уровня компаний-аналогов или планового значения) позволяет рассчитывать на 100% базового пакета (в 6 раз превышающего фиксированную заработную плату руководителя), а проигрыш в достижении показателей *TSR* снижает пакет до 30—50%.

Для российских компаний одним из существенных факторов, определяющих эффективность опционных программ, является быстрый рост фондового рынка и, как следствие, высокая затратность опционных схем для компании, особенно если используются классические (не индексные) опционы. Такая проблема уже осознана рядом российских компаний. Например, российский альтернативный оператор фиксированной связи Golden Telecom вынужден был изменить с 2007 г. условия программы вознаграждения менеджеров на основе опционов. Ранее действующие условия предусматривали возможность получения неограниченного дохода от покупки акции компании по фиксированной цене и продажи ее по рыночным котировкам. Единственное условие исполнения опциона касалось стабильного превышения цены акции над установленным уровнем 50 дол. Стабильность подтверждалась превышением цены над базовым уровнем в течение 30 дней. Заметим, что акции компании Golden Telecom котируются на американской фондовой бирже (NASDAQ). Так как и в 2006, и в 2007 г. цена акции компании стабильно росла и по 2007 г. не опускалась ниже 50 дол., то компания затратила за 2006 г. по опционной программе менеджеров 16,7 млн дол., что уменьшило годовые показатели прибыли, а только за I квартал 2007 г. сумма начислений по программе составила уже 13 млн дол., которые компания должна отражать в отчетности как потенциальные потери. Совет директоров компании принял решение изменить условия программы и ограничить максимальную цену продажи акции, на которую может рассчитывать менеджер при исполнении опциона. Цель такого ограничения — минимизировать затратный эффект программы на финансовые результаты компании.

Контрольные вопросы

1. Какие финансовые механизмы задействуют следующие подразделения компании: *IR*, *HR*, *PR* и *GR*?
2. Почему для современной компании важно полное и объективное раскрытие информации?
3. Что представляет собой «отчетность в тройном формате», что включается в отчет о стоимости?
4. В чем различия корпоративного управления от корпоративного менеджмента?
5. Как передача собственности менеджерам может снизить конфликты интересов и какая структура собственности может быть названа оптимальной?
6. В какой форме реализуется концепция социально ответственных инвестиций?
7. Почему фондовые опционы трактуются как финансовый механизм выстраивания взаимоотношений с топ-менеджментом?
8. Как могут строиться бонусные программы для мотивации сотрудников на наращение рыночной стоимости компании?
9. Что понимается под долгосрочной устойчивостью развития бизнеса?
10. Почему компаниям выгодно реализовывать социальные инвестиции?
11. Какие опционные программы существуют на развитых рынках капитала и какие ограничения по ним действуют на российском рынке?

1. Налоговый кодекс Российской Федерации, части первая и вторая.
2. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».
3. Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».
4. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
5. Постановление Правительства Российской Федерации от 25 июня 2003 г. № 367 «Об утверждении правил проведения арбитражным управляющим финансового анализа».
6. *Адизес И.* Стремление к расцвету. Максимизируйте успех вашей компании с помощью программы Адизеса. М. : Дело, 2009.
7. *Барулин С.В.* Финансы. М. : КНОРУС, 2010.
8. *Бернстайн Л.А.* Анализ финансовой отчетности. М. : Финансы и статистика, 1996.
9. *Бланк И.* Управление использованием капитала. Киев : Ника-центр; Эльга, 2000.
10. *Бобылева А.З.* Финансовый менеджмент: проблемы и решения : сборник мини-тем для обсуждения, тестов, задач, деловых ситуаций : учеб. пособие. М. : Дело, 2007.
11. *Боди З., Мертон Р.* Финансы. М. : Вильямс, 2000.
12. *Бригхэм Ю., Эрхардт М.* Финансовый менеджмент / пер. с англ. СПб. : Питер, 2007.
13. *Брэйли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. Н. Барышниковой. М., 2008.
14. *Бэрроу С., Мосли Р.* Бренд работодателя. Лучшее из бренд-менеджмента — в работу с кадрами. М. : Группа ИДТ, 2007.
15. *Ванхорн Дж., Вахович Д. мл.* Основы финансового менеджмента. 12-е изд. М. : Вильямс, 2007.
16. *Гибсон Р.* Формирование инвестиционного портфеля: управление финансовыми рисками / пер. с англ. М. : Альпина Бизнес Букс, 2005.
17. *Газман В.Д.* Лизинг: статистика развития. М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2008.
18. *Газман В.Д.* Лизинг: финансирование и секьюритизация. М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2011.
19. *Гохан П.А.* Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. М. : Альпина Бизнес Букс, 2004.
20. *Губиев М.Ю.* Интервью газете «Ведомости» // Ведомости. 2006. 13 сентября.

21. *Гурков И.Б.* Стратегия и структура корпорации. М. : Дело, 2006.
22. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка. М. : Альпина Бизнес Букс, 2005.
23. *Ефимова О.В.* Финансовый анализ. М. : Бухгалтерский учет, 1998.
24. *Ивашковская И.В.* Моделирование стоимости компании. М. : ИНФРА-М, 2009.
25. Карта мировых рынков капитала : ежегодный доклад / McKinsey Global Institute. М., 2006.
26. *Каплан Р., Нортон Д.* Сбалансированная система показателей. М. : Олимп-бизнес, 2003.
27. Контроллинг как инструмент управления предприятием / под ред. Н.Г. Данилочкиной. М. : Аудит; ЮНИТИ, 1999.
28. *Коупленд Т.* Expectations-Based Management. Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании. М. : ЭКСМО, 2008.
29. *Коупленд Т., Коллер Т., Мури Дж.* Стоимость компаний. Оценка и управление. М. : Олимп-бизнес, 2008.
30. *Миркин Я.* Традиционные ценности населения и фондовый рынок // Рынок ценных бумаг. 2000. № 7.
31. *Моляков Д.* Финансы предприятий отраслей народного хозяйства. М. : Финансы и статистика, 2000.
32. Оценка бизнеса : учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М. : Финансы и статистика, 2004.
33. *Рид С.Ф., Лажу А.Р.* Искусство слияний и поглощений. М. : Альпина Бизнес Букс, 2004.
34. Российский статистический ежегодник : официальное издание. М. : Госкомстат России, 2008.
35. *Рош Дж.* Стоимость компании (от желаемого к действительному). Минск : Гревцов Паблицер, 2008.
36. *Рубцов Б.Б.* Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М., 2000.
37. *Рудык Н.Б.* Методы защиты от враждебного поглощения. М. : Дело, 2008.
38. *Теплова Т.В.* Антикризисное управление и подвиги в системах вознаграждения // Мотивация и оплата труда. 2009. № 4.
39. *Теплова Т.В.* Влияние интеллектуального капитала на политику компании // Проблемы теории и практики управления. 2006. № 1.
40. *Теплова Т.В.* Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий. М. : Вершина, 2007.

41. *Теплова Т.В.* Семь ступеней анализа инвестиций в реальные активы. М. : ЭКСМО, 2009.
42. *Теплова Т.В.* Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями. М. : ГУ-ВШЭ, 2000.
43. *Теплова Т.В.* Эффективный финансовый директор: учеб.-практ. пособие. М. : Юрайт, 2010.
44. *Уилсон Р., Фабоци Ф.* Корпоративные облигации: структура и анализ / пер. с англ. М. : Альпина Бизнес Букс, 2005.
45. *Фабоци Ф.* Управление инвестициями / пер. с англ. М. : ИНФРА-М, 2000.
46. *Хитчнер Дж.Р.* Стоимость капитала. М. : Маросейка, 2008.
47. *Чиркова Е.В.* Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? М. : Олимп-бизнес, 1999.
48. *Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.* Инвестиции / пер. с англ. М. : ИНФРА-М, 2007.
49. *Широкова Г.В.* Жизненный цикл организации. СПб. : Изд. дом СПб. ун-та, 2007.
50. *Эванс Ф.Ч., Бишоп Д.М.* Оценка компаний при слияниях и поглощениях. М. : Альпина Бизнес Букс, 2007.
51. *Экклз Р.Дж.* и др. Революция в корпоративной отчетности : как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли / PWC. М. : Олимп-бизнес, 2002.
52. *Arnold T.* Are cover stories effective contrarian indicators? CFA Institute / T. Arnold, J. Earl, D. North // Financial analysts journal. 2007. Vol. 63. № 2.
53. *Bailey W., Chung P. Y.* Exchange rate fluctuations, political risk, and stock returns : some evidence from an emerging market // Journal of financial and quantitative analysis. 1995. Vol. 30. P. 541—563.
54. *Baker M., Wurgler J.* A catering theory of dividends // Journal of finance. 2004. Vol. 59(3). P. 1125—1165.
55. *Baker M., Wurgler J.* Appearing and disappearing dividends: the link to catering incentives // Journal of financial economics. 2004. Vol. 73. P. 271—288.
56. *Barry C.B., Goldreyer E., Lockwood L., Rodriguez M.* Robustness of size and value effects in emerging equity markets, 1985—2000 // Emerging markets review. 2002. Vol. 3. P. 1—30.
57. *Banz R.* The relationship between return and market value of common stocks // Journal of financial economics. 1981. March, 9. P. 3—18.
58. *Bekaert G., Harvey C.* Time-varying world market integration // Journal of finance. 1995. Vol. 50. P. 403—444.

59. *Bekaert G., Harvey C., Lundblad C.* Liquidity and expected returns : lessons from emerging markets // Working paper, Columbia University, Duke University, and Indiana University. 2003.
60. *Bhalla V.K.* Working capital management. Text and Cases. 7 th edition. Annon Publications, New Delhi, 2005.
61. *Black B.* The corporate governance behavior and market value of Russian firms // Emerging markets review. 2001. Vol. 2.
62. *Blume M.E.* Betas and their regression tendencies // Journal of finance. 1975. June. P. 785—796.
63. *Copeland T., Dolgoff A.* Expectation based management // Journal of applied corporate finance. 2006. Vol. 18. № 2.
64. *Damodaran A.* Measuring company exposure to country risk : theory and practice // Journal of applied finance. 2003. Vol. 13. P. 63—75.
65. Delivering on our promise. Global Review 2006 / Ernst & Young. URL: <http://www.ey.com/global/content.nsf/International/Home>
66. *Dhaliwal D.S., Erickson M., Trezevant R.* A test of the theory of tax clienteles for dividend policies // National tax journal. 1999. Vol. 52(2). P. 179—194.
67. *Dulman S.* The development of discounted cash flow techniques in US industry // Business history review. 1989. Vol. 63.
68. *Ehrbar A.* EVA: The real key to creating wealth. New York, Willey, 1998.
69. *Fama E.F.* Efficient capital markets: review of theory and empirical work // Journal of finance. 1961. Vol. 25. Iss 2.
70. *Fama E. F.* Efficient capital markets : II // Journal of finance. 1991. Vol. 46. Iss 5.
71. *Fernandez P.* Valuation methods and shareholder value creation. 2002.
72. Financial times. 2002. July, 7.
73. *Frankfurter G.M., Wood B.G. Jr., Wansley J.* Dividend Policy. 2003.
74. Form 20-F Annual report. URL: <http://www.wbd.ru/>.
75. Global reporting initiative. URL: <http://www.globalreporting.org>.
76. *Graham R., Campbell R.* The theory and practice of corporate finance. Evidence from the fields. 2001.
77. *Grinblatt M., Titman S.* Financial markets and corporate strategy. Irwin McGraw-Hill, 1998.
78. *Godfrey S., Espinosa R.* A practical approach to calculating costs of equity for investments in emerging markets // Journal of applied corporate finance. 1996. P. 80—89.
79. *Harvey C.R.* Predictable risk and return in emerging markets // Review of financial studies. 1995. Vol. 8. P. 773—816.
80. *Harvey C.* The risk exposure of emerging equity markets // World bank economic review. 1995. Vol. 9(1). P. 19—50.

81. *Jensen M.C., Meckling W.H.* Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure // *Journal of financial economics*. 1976. Vol. 3. P. 305—360.
82. *Joeveer K.* Sources of capital structure: evidence from transition countries. CERGE-EI, WP. 2006.
83. *Kahneman D., Tversky A.* Prospect theory: an analysis of decision under risk // *Econometrica*. 1979. Vol. 47.
84. *La Porta R.* Agency problems and dividend policies around the world // *Journal of finance*. 2000. Vol. 55. P. 1—33.
85. *La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.* Corporate ownership around the world // *The journal of finance*. 1999. Apr. Vol. 54. Iss. 2.
86. *La Porta R.* Expectations and the cross-section of stock returns // *The journal of finance*. 1996. Dec. Vol. 51. Iss. 5.
87. *La Porta R.* Investor protection and corporate governance // *Journal of financial economics*. Oct / Nov 2000. Vol. 58. Iss. 1, 2.
88. *La Porta R.* Investor protection and corporate valuation // *The journal of finance*. Jun 2002. Vol. 57. Iss. 3.
89. *Lease R.C., John K., Kalay A., Loewenstein U., Sarig O.H.* Dividend policy: its impact on firm value. Boston. Harvard business school press, 2000.
90. *Lessard D.R.* Incorporating country risk in the valuation of offshore projects // *Journal of applied corporate finance*. 1996. Vol. 9. P. 52—63.
91. *Lindenberg E.B., Stephen A.R.* Tobin's q ratio and industrial organization // *Journal of business*. 1981. Vol. 54, № 1. January.
92. *Lins K.* Equity Ownership and firm value in emerging markets // *Emerging markets review*. 2002.
93. *Lintner J.* Distribution of income of corporations // *American economic review*. 1956. May. P. 97—113.
94. *Litzenberger R.H., Ramaswamy K.* The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence // *Journal of financial economics*. 1979. June. P. 163—195.
95. *Mehari M.A.* The process of investment appraisal: the experience of 10 largest British and Dutch companies // *International journal of project management*. 2003. № 21.
96. *Miller M.H., Modigliani F.* Dividend policy, growth, and the valuation of shares // *Journal of business*. 1961. Vol. 34. P. 411—433.
97. *Miller M.H., Rock K.* Dividend policy under asymmetric information // *Journal of finance*. 1985. Vol. 40. № 4. P. 1031—1045.
98. *Meyer T., Mathonet P.-Y.* Beyond the J curve: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds / *The Wiley Finance Series*, 2005.

99. *Morck R., Shleifer A., Vishny R.* Management ownership and market valuation // *Journal of financial economics*. Vol. 51. P. 293—315.
100. *Myers R.* Metric wars // *CFO Magazine*. 1996. October.
101. *Neff J.* John Neff on Investing. N. Y. Wiley&Sons, 1999.
102. New Zealand superannuation fund. URL: <http://www.nzsuperfund.co.nz>.
103. *Pereiro L. E.* The valuation of closely-held companies in Latin America // *Emerging markets review*. 2001. Vol. 2. P. 330—370.
104. *Pike R.* An empirical study of the adoption of sophisticated capital budgeting practices and decision-making effectiveness // *Accounting and business research*. 1988. Vol. 18.
105. *Pike R.* A longitudinal survey of capital budgeting practices // *Journal of business finance and accounting*. 1996. Vol. 23. № 1.
106. *Rappaport A.* Creating shareholder value: the new standard for business performance. New York. The Free Press, 1986.
107. *Rajan R.G., Zingales L.* What do we know about capital structure // *Journal of finance*. 1995. Vol. 50. P. 1421—1460.
108. *Ross S.* The economic theory of agency : the principal problem // *AER*. 1973. Vol. 63. P. 134—139.
109. S&P global stock market factbook. URL: <http://www.standardandpoors.com/products-services/global-stock-markets-factbook/en/Close>.
110. *Sangster A.* Capital investment appraisal techniques: a survey of current usage // *Journal of business finance and accounting*. 1993. Vol. 20. № 3.
111. *Shiller R.J.* Stock prices and social dynamics // *Brookings papers on economic activity*. 1984. Vol. 2. P. 457—510.
112. *Stulz R.* Globalisation, corporate finance, and the cost of capital // *Journal of applied corporate finance*. 1999. Vol. 36. P. 8—25.
113. *Stiglitz J.* Principal and agent // *The new palgrave dictionary of economics*. London, 1987.
114. *Tuttle L., Litzenberger R.H.* Leverage, diversification and capital market effects on a risk-adjusted capital budgeting framework // *Journal of finance*. 1968. Vol. 23. June. P. 427—443.
115. www.rogroup.com.
116. <http://www.cbr.ru> — Центральный банк Российской Федерации.