польз. №486952; dt: 1569485641, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

БАКАЛАВРИАТ и МАГИСТРАТУРА



КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Под редакцией
заслуженного деятеля науки Российской Федерации,
доктора экономических наук, профессора **М.А. Эскиндарова**,
заслуженного экономиста Российской Федерации,
доктора экономических наук, профессора **М.А. Федотовой**

Рекомендовано
ФГБОУ ВО «Государственный университет управления»
в качестве **учебника** для обучающихся по программам высшего образования
направления подготовки «Экономика»
(квалификация (степень) «бакалавр»)

Министерство образования и науки Российской Федерации
ФГАУ «Федеральный институт развития образования»
Регистрационный номер рецензии № 336 от 17.06.2015

BOOK.ru
ЭЛЕКТРОННО-БИБЛИОТЕЧНАЯ СИСТЕМА

КНОРУС • МОСКВА • 2020

польз. №486952; dt: 1569485641, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569485641, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

УДК 658.14/.17(075.8)
ББК 65.291.9-23я73
К68

Рецензенты:
А.Ю. Жданов, заместитель председателя правления Россельхозбанка, д-р экон. наук, проф.,
А.Ю. Каплунов, финансовый директор Трубной металлургической компании, канд. экон. наук

Корпоративные финансы : учебник / коллектив авторов ; под ред. М.А. Эскиндарова, **К68** М.А. Федотовой. — Москва : КНОРУС, 2020. — 480 с. — (Бакалавриат и магистратура).

ISBN 978-5-406-00511-8

В последние годы в условиях повышенной турбулентности усиливаются роль и значение грамотного финансового управления компанией. Знание современных корпоративных финансов существенно снижает риски компаний и повышает их финансовую устойчивость.

В основе современных корпоративных финансов лежит теория оценки стоимости капитала компании. Именно с позиции изменения стоимости капитала компании принимаются все финансовые решения, будь то выбор структуры капитала, инвестиционной политики, источников финансирования, дивидендной и налоговой политики, купли-продажи активов и бизнесов, поведения компании на финансовом, в том числе международном рынке.

Учебник состоит из 16 глав, в конце каждой главы выделяются ключевые термины и вопросы для самоконтроля и дискуссии. Значительная часть глав снабжена задачами и практическими ситуациями. Отличительной чертой данного учебника является приведение в конце большинства глав ключевых функций Bloomberg, которые заметно актуализируют и делают более интересными практические задания.

Соответствует ФГОС ВО последнего поколения.

Для студентов бакалавриата и магистратуры, обучающихся по направлению подготовки «Экономика».

УДК 658.14/.17(075.8)
ББК 65.291.9-23я73

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Изд. № 529171. Формат 70×100/16. Гарнитура «News GothicC».
Усл. печ. л. 39,0. Уч.-изд. л. 30,0.

ООО «Издательство «КноРус».
117218, г. Москва, ул. Кедрова, д. 14, корп. 2.
Тел.: +7 (495) 741-46-28.
E-mail: welcome@knorus.ru www.knorus.ru

Отпечатано в АО «Т8 Издательские Технологии».
109316, г. Москва, Волгоградский проспект, д. 42, корп. 5.
Тел.: +7 (495) 221-89-80.

ISBN 978-5-406-00511-8

© Коллектив авторов, 2020
© ООО «Издательство «КноРус», 2020

польз. №486952; dt: 1569485641, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569485726, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Оглавление

Авторы 7

Введение 8

РАЗДЕЛ 1. ВВЕДЕНИЕ В КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Глава 1. Корпоративные финансы и финансовый рынок

1.1. Корпоративные финансы: понятие, цели и задачи 10
1.2. Финансовый рынок и корпорация 15
Ключевые термины 22
Контрольные и дискуссионные вопросы 22
Ключевые функции Bloomberg 23

Глава 2. Корпоративные финансы и корпоративное управление

2.1. Акции и акционерные общества: понятия и определения 24
2.2. Понятие корпоративного управления 33
2.3. Кодекс корпоративного управления в условиях глобализации финансовых рынков 42
Ключевые термины 48
Контрольные и дискуссионные вопросы и задания 48

Глава 3. Финансовая информация и ее диагностика

3.1. Финансовая информация: понятие, особенности, институты 50
3.2. Модели и стандарты раскрытия корпоративной финансовой информации. Информационная структура отчетности 55
3.3. Современные тенденции в распространении корпоративной финансовой информации 63
3.4. Финансовые измерения: традиции и современность 68
Ключевые термины 81
Контрольные и дискуссионные вопросы и задания 82
Ключевые функции Bloomberg 82

РАЗДЕЛ 2. ОЦЕНКА КАПИТАЛА КОМПАНИИ И СТРАТЕГИИ РОСТА

Глава 4. Денежные потоки в корпоративных финансах

4.1. Понятие денежного потока 84
4.2. Виды денежных потоков 86
4.3. Формирование денежного потока 91
4.4. Денежные потоки — основа стоимости корпорации 101
Ключевые термины 107
Контрольные и дискуссионные вопросы и задания 107
Ключевые функции Bloomberg 108

Глава 5. Риски и стоимость привлечения капитала

5.1. Риск, доходность и денежный поток 109
5.2. Стоимость собственного и заемного капитала 113

польз. №486952; dt: 1569485726, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569485992, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

5.3. Определение средневзвешенной стоимости капитала . . . 125
Ключевые термины . . . 126
Контрольные и дискуссионные вопросы и задания . . . 126
Задачи . . . 127
Ключевые функции Bloomberg . . . 128

Глава 6. Основные подходы и методы оценки стоимости бизнеса

6.1. Основные подходы к определению стоимости активов и бизнеса корпораций . . . 129
6.2. Методы оценки, базирующиеся на анализе доходов корпораций . . . 132
6.3. Методы оценки, основанные на анализе рынков . . . 140
6.4. Методы оценки, учитывающие состав и структуру активов корпорации . . . 145
6.5. Итоговая величина стоимости капитала корпорации и ее отражение в отчетности . . . 148
Ключевые термины . . . 150
Контрольные и дискуссионные вопросы и задания . . . 151
Задачи . . . 151
Ключевые функции Bloomberg . . . 152

Глава 7. Финансовые инструменты рынка капитала

7.1. Облигации . . . 153
7.2. Вексель . . . 168
7.3. Акции . . . 174
7.4. Гибридные ценные бумаги . . . 189
Ключевые термины . . . 192
Контрольные и дискуссионные вопросы и задания . . . 193
Ключевые функции Bloomberg . . . 195

Глава 8. Финансовое прогнозирование и стратегия роста корпорации

8.1. Сущность и методы финансового планирования . . . 196
8.2. Прогнозирование финансовых показателей. . . . 210
8.3. Финансовая политика и стратегия устойчивого роста . . . 224
8.4. Финансовые измерения качества корпоративного роста и тенденции развития российского бизнеса . . . 235
Ключевые термины . . . 247
Контрольные и дискуссионные вопросы и задания . . . 247
Ключевые функции Bloomberg . . . 248

РАЗДЕЛ 3. ИНВЕСТИЦИОННАЯ И ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА

Глава 9. Инвестиционные решения и инвестиционная политика

9.1. Инвестиционные решения компании и критерии их принятия . . . 250
9.2. Методы оценки инвестиций . . . 258
9.3. Инвестиционные решения по взаимоисключающим инвестициям. . . . 263
9.4. Оценка эффективности инвестиций и разработка бюджета инвестиций в реальные активы. . . . 273

польз. №486952; dt: 1569485992, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569485996, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

9.5. Оценка эффективности инвестиций в финансовые активы . . . 275
9.6. Портфельное инвестирование . . . 280
Ключевые термины . . . 284
Контрольные и дискуссионные вопросы и задания . . . 284
Задачи . . . 284
Ключевые функции Bloomberg . . . 286

Глава 10. Финансирование деятельности корпораций

10.1. Система финансирования деятельности корпораций . . . 287
10.2. Бюджетное финансирование в Российской Федерации . . . 290
10.3. Внутренние источники финансирования корпораций . . . 294
10.4. Инструменты привлечения собственного капитала . . . 297
10.5. Источники и инструменты заемного финансирования . . . 306
10.6. Венчурное финансирование . . . 329
10.7. Проектное финансирование . . . 335
Ключевые термины . . . 339
Контрольные и дискуссионные вопросы и задания . . . 340

Глава 11. Управление структурой капитала

11.1. Структура капитала и рыночная стоимость компании . . . 341
11.2. Методы управления структурой капитала корпорации . . . 352
Ключевые термины . . . 357
Контрольные и дискуссионные вопросы . . . 357
Задачи . . . 358
Ключевые функции Bloomberg . . . 359

Глава 12. Дивидендная политика

12.1. Дивидендная политика, самофинансирование и создание стоимости . . . 360
12.2. Основные детерминанты дивидендной политики . . . 369
12.3. Управленческий подход к формированию дивидендной политики . . . 374
Ключевые термины . . . 385
Контрольные и дискуссионные вопросы . . . 385
Задачи . . . 386
Ключевые функции Bloomberg . . . 386

Глава 13. Оптимизация налогообложения в системе стратегического управления финансами корпораций

13.1. Управление налоговыми рисками как элемент системы управления компанией . . . 387
13.2. Виды, формы и инструменты налоговой политики компании . . . 391
13.3. Влияние налоговых факторов на решения корпораций по привлечению заемного капитала, выплате дивидендов, направлениям инвестиционных проектов . . . 397
Ключевые термины . . . 400
Контрольные и дискуссионные вопросы и задания . . . 400

польз. №486952; dt: 1569485996, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486014, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

РАЗДЕЛ 4. ВЫБОР НОВОЙ ФИНАНСОВОЙ АРХИТЕКТУРЫ КОМПАНИИ

Глава 14. Реструктуризация компании: стратегия и управление стоимостью 402
14.1. Внутренние и внешние факторы развития бизнеса 402
14.2. Рынок слияний и поглощений 408
14.3. Технология проведения реструктуризации 411
14.4. Оценка поглощений 420
Контрольные и дискуссионные вопросы и задания 425
Ключевые термины 426
Ключевые функции Bloomberg 426

Глава 15. Транснациональные корпорации на мировом финансовом рынке . 427
15.1. Сущность, функции и особенности мирового финансового рынка 427
15.2. Понятие и принципы деятельности транснациональных корпораций. 436
15.3. Слияния и поглощения на мировом финансовом рынке 441
Ключевые термины 450
Контрольные и дискуссионные вопросы 450

Глава 16. Управление денежными потоками транснациональных корпораций 451
16.1. Общая характеристика денежных потоков транснациональных корпораций 451
16.2. Методы управления денежными потоками транснациональных корпораций 461
16.3. Валютные риски транснациональных корпораций 474
Ключевые термины 479
Контрольные и дискуссионные вопросы 479

Литература 480

польз. №486952; dt: 1569486014, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486022, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Авторы

Эскиндаров М.А., проф., д-р экон. наук (введение, глава 1);

Федотова М.А., проф., д-р экон. наук (глава 1, параграф 14.1);

Брюховецкая С.В., доцент, канд. экон. наук (глава 7.3)

Вайель К.В. (глава 4)

Вилкова Т.Б., доцент, канд. экон. наук (глава 2)

Гермогентова М.Н., доцент, канд. экон. наук (глава 11)

Гончаренко Л.И., проф., д-р экон. наук (глава 13)

Диденко А.С., доц., канд. экон. наук (ключевые функции Bloomberg)

Звонова Е.А., проф., д-р экон. наук (главы 15, 16)

Иванова Е.Н., проф., канд. экон. наук (параграф 6.3)

Лахметкина Н.И., проф., канд. экон. наук (параграфы 9.1—9.4)

Лукасевич И.Я., проф., д-р экон. наук (параграфы 8.1—8.3, глава 10)

Макеев А.В., (параграф 7.2)

Мартынова В.С., канд. экон. наук (глава 5)

Рубцов Б.Б. проф., д-р экон. наук (параграфы 7.1, 7.4)

Сагайдачная О.В., доцент, канд. техн. наук, (параграфы 14.2—14.4)

Сетченкова Л.А., доцент, канд. экон. наук (параграфы 9.5, 9.6)

Слепнева Т.А., доцент, канд. экон. наук (глава 12)

Тазихина Т.В., проф., канд. экон. наук (главы 4, 5, параграфы 6.1, 6.2, 6.4, 6.5)

Хотинская Г.И., проф., д-р экон. наук (глава 3, параграф 8.4)

Шохин Е.И., проф., канд. экон. наук (глава 3)

польз. №486952; dt: 1569486022, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486035, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Введение

В последние годы усиливается череда экономических кризисов. Нарастание экономической и финансовой нестабильности приводит к тому, что в корпоративной сфере многие компании оказываются в сложном финансово-экономическом положении, вместе с тем на рынке появляются новые, подчас очень сильные игроки. В условиях повышенной турбулентности усиливается роль и значение грамотного финансового управления компанией. Знание современных корпоративных финансов существенно снижает риски компаний и повышает их финансовую устойчивость.

В основе современных корпоративных финансов лежит теория оценки стоимости капитала компании. Именно с позиции изменения стоимости капитала компании принимаются все финансовые решения, будь то выбор структуры капитала, инвестиционной политики, источников финансирования, дивидендной и налоговой политики, купли-продажи активов и бизнесов, поведения компании на финансовом, в том числе международном рынке.

Предлагаемый вашему вниманию учебник состоит из четырех разделов и 16 глав. Первый раздел (главы 1—3) представляет собой введение в корпоративные финансы, где рассматривается понятие корпоративных финансов, их связь с корпоративным управлением и финансовым рынком. Для принятия управленческих решений внутри корпорации и на финансовом рынке необходимо провести диагностику состояния компании. Глава 3 посвящена основным подходам к анализу финансовой информации.

Последующие три главы (4—6) посвящены описанию современной финансовой теории, которая составляет базис теории корпоративных финансов. В основе современных корпоративных финансов лежит теория стоимости капитала компании. Денежные потоки, которые получает компания, и риски — это две стороны одной медали. Более высокие доходы, как правило, сопряжены с повышенным риском. Стоимость капитала компании определяется, во-первых, денежными потоками, которые она генерирует; во-вторых, рисками, с которыми сопряжено привлечение капитала, необходимого для деятельности компании. Изучив 6 главу, вы познакомитесь с основными подходами и методами, позволяющими определить рыночную стоимость бизнеса.

Главы 7 и 8 учебника позволяют заглянуть в будущее компании, определить, как вы видите стратегию роста корпорации и какие инструменты финансового рынка нужно привлечь, чтобы сделать этот рост возможным.

Третий раздел учебника (главы 9—13) посвящен основным вопросам инвестиционной и финансовой политики: выбору инвестиционных проектов, источников финансирования, управлению структурой капитала, выбору дивидендной и налоговой политики.

Четвертый раздел и заключительные три главы учебника (главы 14—16) посвящены стратегическим финансовым решениям по выбору новой финансовой архитектуры компании.

В последние годы в стратегических финансах быстрое развитие получил подход, ориентированный на управление стоимостью компании. Именно под этим углом компании определяют направление реструктуризации бизнеса с учетом внутренних и внешних факторов (глава 14).

В условиях глобализации особого внимания заслуживает изучение возможности транснационального развития корпораций. Изучению основных понятий и особенностей формирования и управления денежными потоками транснациональной корпорации посвящены главы 15 и 16.

В конце каждой главы учебника выделяются ключевые термины и вопросы для самоконтроля и дискуссии. Значительная часть глав снабжена задачами и практическими ситуациями. Отличительной чертой данного учебника является приведение в конце большинства глав ключевых функций Bloomberg, которые заметно актуализируют и сделают более интересными практические задания по курсу «Корпоративные финансы».

С уважением к читателю,
Ректор Финансового университета
при Правительстве Российской Федерации,
д-р экон. наук, проф., член-корреспондент
Академии педагогических наук
М. А. Эскиндаров

польз. №486952; dt: 1569486035, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486034, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

раздел 1

ВВЕДЕНИЕ В КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

польз. №486952; dt: 1569486034, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486058, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 1

Корпоративные финансы и финансовый рынок

Изучив первую главу, вы познакомитесь с организационной стороной финансового управления корпорацией, сферой ответственности, функциями и ролью финансового менеджера, а также:

- поймете, почему результативность деятельности финансового управляющего корпорации надо оценивать не только и даже не настолько по прибыли, а по динамике рыночной стоимости бизнеса, почему именно последний критерий позволяет финансовому менеджеру принимать правильные управленческие решения;
- узнаете, как финансовый менеджер может создавать дополнительную стоимость корпорации, а в каких случаях его действия приводят к ее разрушению;
- поймете, как развитие корпорации связано с действиями финансового менеджера на финансовом рынке;
- узнаете, как финансовый менеджер связан с первичным финансовым рынком и почему ему надо следить за ситуацией на вторичном рынке;
- разберетесь в достоинствах и недостатках основных организационных форм бизнеса и узнаете, почему корпорация является наиболее развитой формой функционирования бизнеса;
- узнаете об основных проблемах, с которыми сталкивается корпорация (это агентская проблема и проблема возможности потери контроля), и как решаются данные проблемы.

1.1. Корпоративные финансы: понятие, цели и задачи

Мир бизнеса очень изменчив, причем в последние годы турбулентность в экономике только нарастает. Усиливается также процесс глобализации, а это приводит к тому, что если нестабильность возникает в одной стране, то затем распространяется и на другие. Кризисы и потрясения в одинаковой степени затрагивают корпорации, банки и потребителей в различных странах.

В этих условиях повысилась необходимость понимания со стороны корпоративных менеджеров того, как правильно оценивать инвестиции, выбирать источники и структуру финансирования для своей деятельности, управлять рисками привлечения долгосрочного и краткосрочного капиталов и удовлетворять ожидания своих инвесторов. Процесс принятия корпоративных решений в первую очередь требует понимания сути корпоративных финансов.

Предположим, что вы начинаете бизнес, причем неважно, в какой форме и в какой стране. В любом случае вам надо ответить на три вопроса.

польз. №486952; dt: 1569486058, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486067, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

1. Какие инвестиции в долгосрочные активы вам необходимо сделать? То есть какое оборудование, недвижимость и нематериальные активы вам необходимы для развития бизнеса.

2. Где вы возьмете долгосрочные источники финансирования для оплаты инвестиций в эти активы? Вы можете привлечь свои собственные средства, можете воспользоваться кредитом, а можете сочетать собственный и заемный капитал.

3. Как следует управлять операционным денежным потоком? Важно соблюдать соответствие между сроками поступления и оттоком денежных средств в процессе операционной деятельности. С финансовой точки зрения проблемы с денежным потоком возникают из-за несоответствия денежных поступлений и выплат, что является предметом краткосрочного финансирования.

Любой бизнес независимо от рода и масштабов деятельности представляет собой систему, на входе которой имеется распределенный по времени и направлениям денежный поток на приобретение необходимых для функционирования бизнеса активов. На выходе системы собственник получает денежные потоки. Причем смысл функционирования данной системы заключается в том, что денежные потоки на выходе системы превышают денежные потоки на входе. Для приобретения активов привлекается как собственный, так и заемный капитал.

В крупных корпорациях финансовая деятельность тесно связана с руководителем высшего уровня, обычно вице-президентом корпорации по финансам.

Рассмотрим общую структуру управления корпорацией, прежде всего финансовой частью (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Организационная схема финансового управления корпорацией

польз. №486952; dt: 1569486067, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486077, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Вице-президент по финансам или финансовый директор руководит казначейской и бухгалтерской службами.

Вице-президент по финансам занимает одно из ведущих мест в управленческой иерархии и входит в совет директоров корпорации. Как правило, кандидатура финансового директора утверждается советом директоров, что подчеркивает независимость финансового директора и его ответственность перед акционерами за финансовые результаты бизнеса. Именно финансовый директор отвечает за финансовую стратегию корпорации.

Финансовый менеджер отвечает за управление денежными потоками, принимает решения о капитальных вложениях, выбирает структуру капитала, составляет финансовые планы. Главный бухгалтер выполняет функции бухгалтерского, налогового и управленческого учета.

К функциям финансового менеджера относятся:

1) управление активами;
2) управление инвестициями;
3) оценка и управление финансовыми рисками;
4) оценка и управление капиталом;
5) управление источниками привлечения капитала компании;
6) управление денежными потоками;
7) оптимизация налогообложения.

Во-первых, финансовый менеджер должен определить реальную потребность бизнеса в различных активах исходя из предполагаемых объемов бизнеса, оптимизации структуры активов с позиций максимальной эффективности использования, обеспечения ликвидности, проведения соответствующей амортизационной политики.

Во-вторых, сформировать инвестиционную политику, направленную на реализацию стратегических и тактических задач бизнеса.

В-третьих, реализовать комплекс мероприятий по обеспечению финансовыми ресурсами текущей и перспективной деятельности исходя из стратегии развития бизнеса. Они включают в себя определение совокупной потребности в капитале, определение оптимального соотношения между собственным и заемным капиталом.

В-четвертых, финансовый менеджер выявляет основные риски функционирования бизнеса, оценивает их уровень и размер связанных с ними возможных потерь.

В-пятых, финансовый менеджер прогнозирует входящие и выходящие денежные потоки, синхронизирует их по величине и времени, определяет оптимальный график движения денежных потоков.

Разность между доходами и затратами корпорации выражается в форме **прибыли**. Именно получение прибыли является одной из задач, стоящих перед финансовым менеджером. Однако концентрация только на этой задаче может привести к негативным последствиям в будущем. Так, сокращение расходов на НИОКР, разработку и внедрение новых технологий, повышение квалификации работников и т.д. приведет к повышению прибыли в краткосрочной перспективе. Но в долгосрочной перспективе такие решения будут иметь негативные последствия, так как снизят качество товаров и услуг, конкурентоспособность бизнеса, уменьшат долю на рынке и в итоге приведут к сокращению прибыли или даже к убыткам. Таким образом, критерий прибыли не всегда позволяет финансовому менеджеру принимать правильные управленческие решения.

Кроме того, критерий прибыли не учитывает риски, связанные с ее получением, а погоня за ростом прибыли может привести к негативным последствиям. Использование прибыли как критерия принятия управленческих решений часто ориентирует финансо-

польз. №486952; dt: 1569486077, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486086, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

вого менеджера на краткосрочную перспективу, что не соответствует самой сущности бизнеса.

Стратегической целью бизнеса является рост благосостояния его собственников. Критерием роста благосостояния собственников в рыночной экономике является увеличение рыночной стоимости бизнеса.

Рыночная стоимость бизнеса равна сумме рыночной стоимости собственного и заемного капитала:

$$V = E + D,$$

где V — рыночная стоимость бизнеса;
E — рыночная стоимость собственного капитала;
D — рыночная стоимость заемного капитала.

Деление капитала на собственный и заемный является одним из важнейших факторов, влияющих на рыночную стоимость бизнеса, поэтому одной из основных проблем корпоративных финансов является проблема поиска оптимального соотношения собственного и заемного капитала, т.е. выбор структуры капитала.

> 🕮 **Структура капитала** — это соотношение собственного и заемного капитала корпорации.

Одна из наиболее важных целей финансового менеджера — управлять денежными потоками с целью увеличения стоимости компании путем выбора активов, планирования долгосрочных инвестиций, оптимальной структуры капитала и управления финансовыми рисками.

Как финансовые менеджеры создают стоимость? Финансовый менеджер должен:

а) стараться купить активы, которые принесут больше денег, чем они стоят;

б) продать акции, облигации и другие финансовые инструменты, которые привлекают больше денег, чем они стоят.

Таким образом, стоимость компании увеличивается, если денежные потоки, выплачиваемые акционерам и держателям облигаций, больше денежных потоков, вложенных в корпорацию акционерами и держателями облигаций.

Сказанное определяет **роль** финансового менеджера.

Во-первых, финансовый менеджер является **покупателем** капитала, который старается минимизировать затраты на его привлечение, т.е. уменьшить стоимость собственного и заемного капитала.

Во-вторых, финансовый менеджер является продавцом ценных бумаг корпорации и других финансовых инструментов, который пытается максимизировать их рыночную стоимость, т.е. увеличить рыночную стоимость корпорации.

Как **покупатель** капитала финансовый менеджер проводит переговоры с целью привлечения капитала за наименьшую стоимость с банкирами, акционерами, инвесторами в облигации корпорации. Например, финансовый менеджер ведет переговоры с банкирами в отношении процентных ставок и сроков кредитования или проводит переговоры с посредниками на финансовом рынке о комиссиях, выплачиваемых организаторам финансовых сделок.

Как **продавец** финансовый менеджер создает привлекательный инвестиционный имидж корпорации с целью выгодного размещения своих акций, облигаций и других цен-

польз. №486952; dt: 1569486086, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486097, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ных бумаг. Если на рынке растет цена привлечения собственного или заемного капитала, то стоимость акций или облигаций соответственно уменьшается. И наоборот.

> **Стоимость капитала** — это затраты на привлечение собственного или заемного капитала в виде процентной ставки.

Стоимость капитала — это затраты на привлечение собственного или заемного капитала в виде процентной ставки.

Стоимость источников финансирования — собственного и заемного капитала — должна быть сопоставлена с уровнем риска поставки того или иного капитала. Например, характерной ошибкой финансового менеджера является увеличение кредиторской задолженности только в связи с тем, что стоимость заемного капитала ниже стоимости собственного. Данное решение может привести к потере финансовой самостоятельности корпорации, а в будущем и к ее банкротству.

Собственный и заемный капитал материализуются в акциях, облигациях и других долговых инструмента соответственно. Отличительными характеристиками акций и облигаций как ценных бумаг является то, что они являются финансовыми инструментами, имеющими договорную основу, причем договор выполняется на протяжении времени и материализуется в денежных потоках. Рассмотрим данные характеристики более подробно.

Во-первых, **ценная бумага — это договор**. Как уже говорилось, финансовый менеджер ищет на финансовом рынке новые денежные средства у инвесторов, заинтересованных в покупке финансовых инструментов. В результате между корпорацией и инвестором возникают договорные обязательства.

Во-вторых, **договорные обязательства по ценной бумаге выполняются на протяжении определенного времени** — срока владения данной ценной бумагой с учетом периода ее существования (для облигации).

В-третьих, **ценная бумага материализуется в денежных потоках**. Финансовый менеджер преобразует активы бизнеса в потоки товаров и услуг, приносящие денежные потоки. Необходимо понимать, что на рынке финансовых инструментов продаются не сами денежные потоки, а права, с ними связанные, путем купли-продажи ценных бумаг. Компания-эмитент принимает обязательства по договору, вытекающему из данного финансового инструмента, а инвестор приобретает права, предоставляемые данным финансовым инструментом.

Данные три характерные черты ценных бумаг присущи всем их видам: облигациям, векселям, акциям и гибридным ценным бумагам.

Простейшим финансовым инструментом является **облигация**, которая представляет собой договор между кредитором и компанией-заемщиком. Облигация является твердым обязательством вернуть определенную сумму денег в определенное время и выплатить проценты. Инвесторы при этом не берут на себя никакого операционного риска, а их доход устанавливается договором и может быть как фиксированным, так и «плавающим». Причем если доход «плавающий», то он индексируется по процентной ставке, а не по финансовым результатам компании.

Вторым важнейшим долговым инструментом привлечения капитала в корпорацию является **вексель**. Вексель — это документ, составленный по установленной законом форме и содержащий безусловное к оплате денежное обязательство.

Капитал, вкладываемый в компанию инвестором, который несет все производственные и предпринимательские риски в обмен на долю прибыли, является акционерным.

польз. №486952; dt: 1569486097, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486109, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Капитал делится на доли. Риск акционера ограничен его вкладом в компанию. **Акция** не гарантирует инвестору ни фиксированный уровень дохода, ни возврат вложенных средств. Однако инвестор при этом получает определенные корпоративные права, в частности получать доход от деятельности компании в виде дивидендов и своим голосом принимать участие в управлении компанией.

Гибридные ценные бумаги совмещают в себе характеристики и акций, и облигаций. Некоторые ценные бумаги ведут себя относительно компании как собственный капитал, но при этом денежные потоки для инвестора фиксированы. Другие финансовые инструменты приносят инвестору доход, который зависит от показателей деятельности компании, но рассматриваются компанией в качестве займа.

Важным инструментом для финансового менеджера является опцион.

Опцион — это ценная бумага, дающая право, но не обязательство на какое-то действие. Опцион может предоставлять это право быть исполненным в любое время («Американский опцион»), а может предоставлять право произвести операцию в строго оговоренный срок (дату) исполнения («Европейский опцион»). Более подробно о ценных бумагах вы узнаете в главе 7.

1.2. Финансовый рынок и корпорация

Ценные бумаги появляются и обращаются на **финансовом рынке**, который включает в себя денежный рынок и рынок капитальных активов. Краткосрочные долговые обязательства покупаются и продаются на денежном рынке. Активным агентом денежного рынка являются коммерческие банки. Рынок капитальных активов — это рынок долгосрочных долговых обязательств и акций.

Финансовый рынок разделяют также на первичный и вторичный. **Первичный финансовый рынок** — это первоначальный выпуск и продажа ценных бумаг правительством и корпорациями. Акции выпускаются только корпорациями. Облигации выпускают как государством, так и корпорациями. **Вторичный финансовый рынок** — это рынок, где данные ценные бумаги продаются и покупаются в последующем. На вторичном рынке ценная бумага живет своей жизнью. При этом условия договора, в рамках которого ценная бумага была выпущена, остаются неизменными.

Оба рынка, как и любые другие рынки, определяются двумя базовыми элементами: продуктом (ценной бумагой) и ценой (ее рыночной стоимостью). С позиции компании различие между первичным и вторичным рынками имеет существенное значение. **Первичный рынок** — это рынок для «новых» финансовых продуктов: эмиссия акций, выпуск корпоративных облигаций и все, что этому сопутствует. **Вторичный рынок** — это рынок финансовых продуктов в пользовании. Покупаемые или продаваемые на этом рынке ценные бумаги уже были выпущены, а на фондовом рынке они просто меняют владельца без создания новых ценных бумаг.

Первичный рынок позволяет компаниям, правительству и местным властям, финансовым институтам получать финансовые ресурсы путем выпуска ценных бумаг. Эти ценные бумаги регистрируются и становятся объектом торговли на вторичном рынке. Главной задачей первичного рынка является обеспечение равновесия между финансовыми потребностями компании и правительства, с одной стороны, и источниками финансирования — с другой. Одна из важнейших задач вторичного рынка — обеспечение правильного ценообразования и обращения ценных бумаг. Купля-продажа определяет суть ликвидности ценной бумаги.

польз. №486952; dt: 1569486109, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486117, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

> **Ликвидность** — это способность превращать инструмент в деньги быстро и без потерь в цене.

Ликвидность ценной бумаги делает возможной торговлю финансовыми инструментами на рынке по заявленной цене котировок и в больших количествах. Инвестиция ликвидна, когда инвестор может купить или продать ценную бумагу в больших количествах с определенным доходом или без потерь.

Первичный и вторичный рынки тесно связаны между собой. Финансовый инвестор постоянно сравнивает цены на первичном и вторичном рынках. Вторичный рынок определяет цену, по которой компания может выпустить свои ценные бумаги на первичном рынке, поскольку инвесторы постоянно озадачены выбором между существующими инвестициями и предложенными новыми инвестициями в ценные бумаги. Фактически качество первичного рынка на определенную ценную бумагу в значительной степени зависит от качества ее вторичного рынка. Какой инвестор будет покупать ценную бумагу на первичном рынке, зная, что на вторичном рынке ее будет трудно продать?

Из сказанного следует, что финансовый менеджер должен интересоваться не только состоянием первичного рынка акций и облигаций своей корпорации, но и состоянием вторичного рынка. Именно на вторичном рынке акциям и облигациям его компании ежедневно присваивается новая цена. Если речь идет об акциях, то у финансового менеджера компании появляется еще одна очень важная причина пристально следить за ситуацией на вторичном рынке, потому что на фондовом рынке инвесторы борются за право голоса в делах компании, а иногда и за контроль над корпорацией.

Кроме акций и облигаций, как уже говорилось ранее, корпорации выпускают и другие ценные бумаги. В период, когда возрастают колебания процентных ставок, валюты и цен на сырье, финансовые риски становятся такими же важными, как и операционные риски. Компании часто покупают сырье за границей, перерабатывают его и продают у себя в стране и за рубежом. В этих условиях усиливается роль таких ценных бумаг, как фьючерсы и опционы.

От чего зависит рыночная стоимость ценной бумаги, которую продает корпорация?

Корпорация при эмиссии своих ценных бумаг фактически «продает» репутацию управленческого состава по вопросам стратегии ведения бизнеса и корпоративного управления. Важнейшими факторами, которые принимаются во внимание, являются: профессионализм менеджмента, качество активов, финансовое состояние бизнеса, способность бизнеса приносить определенный уровень дохода в пределах заданного периода времени. При этом надо понимать, что фактически на финансовом рынке продаются ожидаемые будущие денежные потоки, которые приносит деятельность компании. Компания не может распределить больше денежных потоков инвесторам в собственный и заемный капитал, чем те денежные потоки, которые приносит ее бизнес.

Роль финансового менеджера при этом заключается в том, чтобы трансформировать все промышленные и коммерческие активы и обязательства компании в финансовые активы и обязательства. По сути дела он распределяет ожидаемые денежные потоки корпорации между акционерами и кредиторами. Причем если кредитору выплачивается доходность выше, чем составляет фактическая доходность бизнеса, то акционеры теряют свои доходы. Следовательно, финансовый менеджер должен всегда следить за тем, чтобы в среднесрочной перспективе компания делала такие инвестиции, прибыль от которых будет по крайней мере равна норме прибыли, ожидаемой поставщиками капитала для компании. Финан-

польз. №486952; dt: 1569486117, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486148, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

совый менеджер должен выбирать инвестиционные проекты только с доходностью выше средневзвешенный стоимости капитала.

Рыночная стоимость компании будет **прирастать,** если ее активы приносят в среднесрочной перспективе доходность не ниже нормы доходности, требуемой инвесторами, чей капитал позволил создать данные активы.

Итак, финансовый рынок и корпорация тесно связаны между собой. На финансовом рынке покупаются и продаются акции и облигации, что обеспечивает инвестирование финансовых средств в активы корпорации. Активы корпорации обеспечивают получение денежных потоков инвесторам и в конечном счете определяют рыночную стоимость корпорации на финансовом рынке.

Взаимосвязь между корпорацией и финансовым рынком показана на рис. 1.2.

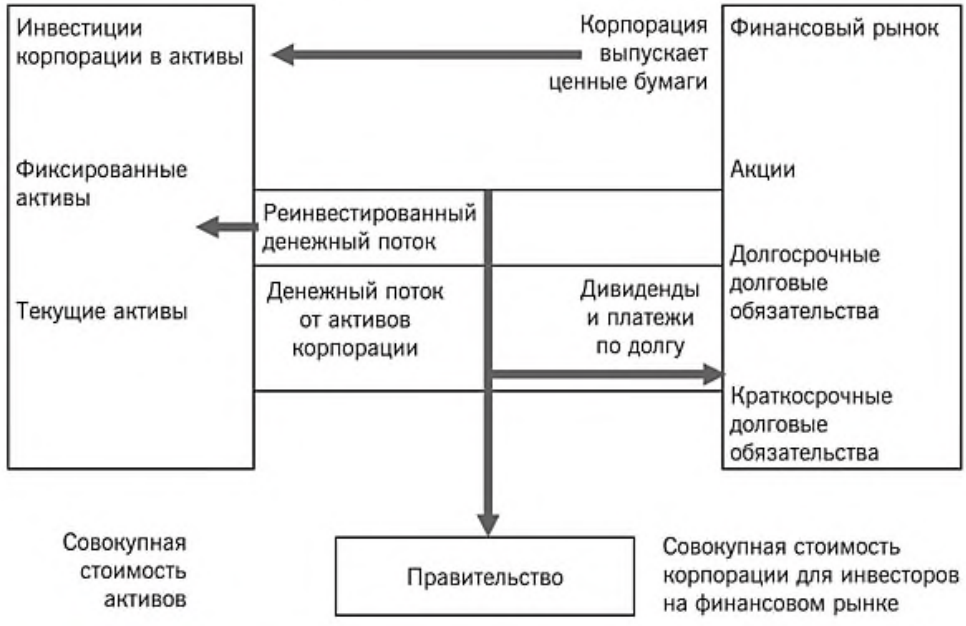


Рис. 1.2. Денежные потоки между корпорацией и финансовым рынком

Финансовый рынок обеспечивает корпорацию привлеченными денежными средствами. Возможность привлечения средств с финансового рынка является важнейшим преимуществом корпорации по сравнению с другими формами организации и ведения бизнеса.

Можно выделить три формы организации и ведения бизнеса:

1) индивидуальное предпринимательство (единоличное владение);

2) товарищество или партнерство;

3) корпорация или акционерное общество.

Основными признаками, по которым различаются данные организационные формы, являются:

- передача прав собственности;
- распределение дохода;
- ответственность по обязательствам;
- способы привлекать финансовые ресурсы;
- ответственность за риски;
- контроль над бизнесом.

польз. №486952; dt: 1569486148, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486169, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Индивидуальное предпринимательство предполагает собственность одного лица, которое распоряжается всеми доходами, но и отвечает за все обязательства. Финансирование осуществляется, как правило, за счет собственных средств, но возможно привлечение кредита. Собственник несет ответственность за все риски, но при этом полностью контролирует бизнес. Одним из недостатков данной организационной формы является также ограниченный срок существования бизнеса, так как единоличное владение прекращается со смертью владельца.

Товарищество предполагает собственность партнеров, которая разделена на паи, определяющие доли партнера в собственности, доходах и обязательствах. Партнер не может передать свою долю владения другому лицу без согласия других партнеров. Финансирование партнерства осуществляется за счет собственных средств и займов. Если один из партнеров выходит из дела или умирает, его доля либо с согласия партнеров перепродается, либо перераспределяется между другими партнерами.

Корпорация характеризуется тем, что ее владельцы (акционеры) несут ограниченную ответственность по ее обязательствам в пределах сумм, внесенных ими в капитал корпорации путем покупки акций. Доходы акционеры получают в виде дивидендов. Одним из главных преимуществ корпорации является широкая возможность привлечения дополнительных финансовых ресурсов на финансовом рыке. Акционеры, как правило, не участвуют непосредственно в деятельности корпорации и не принимают управленческие решения. Управление осуществляют профессиональные менеджеры, которые выбираются акционерами. Доля капитала акционера, представленная его акциями, может быть передана другому акционеру на финансовом рынке, поэтому срок существования корпорации фактически неограничен.

Исходя из вышесказанного вытекают основные недостатки данной организационной формы бизнеса:

- проблема агентских отношений;
- возможность потери контроля над бизнесом в результате консолидации на фондовом рынке пакетов акций в контрольный;
- двойное налогообложение, так как налогами облагаются сначала прибыль корпорации, а потом доходы акционеров в виде дивидендов или от продажи акций.

Несмотря на указанные недостатки, корпорация является наиболее приемлемой и эффективной организационной формой для крупного и среднего бизнеса, что в первую очередь связано с обширными связями корпорации с финансовыми рынками.

В корпорации акционер отвечает по обязательствам общества только в пределах своей доли, и максимум, что он может потерять, — это то, что вложил, что также делает корпорацию наиболее привлекательной формой организации бизнеса.

Как уже говорилось, в крупных корпорациях акционеры и менеджеры — это отдельные группы людей. Право собственности передается большому количеству инвесторов — акционеров. Отношения между акционерами и руководством компании называют **агентскими** или посредническими. Такие отношения существуют, когда собственник (принципал) нанимает агента для представления своих интересов. Важной особенностью агентских отношений является то, что агент, как правило, располагает бóльшим объемом информации о текущем бизнесе, чем доверитель.

Интересы акционеров и менеджеров часто различаются. Акционеры компании являются исключительными обладателями прав на участие в прибылях. Они прежде всего заинтересованы в получении дивидендов, росте курсовой стоимости акций, максимизации рыночной стоимости бизнеса. Наемные менеджеры преследуют иные цели, которые часто лежат в сфере профессиональной известности, повышения социального статуса, улучше-

польз. №486952; dt: 1569486169, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486179, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ния условий труда и т.п. Иными словами, для наемных менеджеров важно, чтобы их заработная плата, бонусы, социальные пакеты увеличивались, а вероятность увольнения была сведена к минимуму.

При таких отношениях возникает вероятность конфликта между принципалом и агентом, т.е. так называемая **агентская проблема**.

Пример

Компании выгодно произвести новую инвестицию. Расчеты показывают, что это приведет к росту стоимости акций. Однако данная инвестиция отвлечет денежные средства, а в ближайшее время предстоит выплата годового вознаграждения менеджерам. Возникает конфликт между акционерами и наемными менеджерами.

В результате конфликта интересов между акционерами и наемными менеджерами возникают **издержки агентских отношений**.

Данные издержки складываются из двух частей. Первая часть связана с прямыми затратами на вознаграждения, выплачиваемые наемным менеджерам (заработная плата, бонусы, социальные пакеты, дорогие автомобили, самолеты и т.д.). Вторая часть — это издержки на контроль за деятельностью менеджмента. Примером таких издержек может быть плата независимому аудитору за проведение комплексной проверки деятельности менеджмента.

Акционеры путем издержек агентских отношений могут разрешать конфликт с наемными менеджерами. Можно выделить несколько способов, позволяющих акционерам стимулировать наемных менеджеров действовать в интересах собственников.

В первую очередь это достигается путем увязки оплаты труда наемных менеджеров с финансовыми результатами деятельности компании, а иногда и непосредственно с динамикой рыночной стоимости акций компании. Например, менеджерам предлагают право покупки акций по льготной цене. В этом случае чем выше рыночная стоимость акции, тем выгоднее такое право на опцион.

Кроме того, собственники могут заинтересовать менеджеров предоставлением последним в случае преуспевания в достижении целей, поставленных акционерами, карьерным ростом внутри корпорации.

Контроль над корпорацией. Контроль над корпорацией в итоге остается за акционерами, которые избирают совет директоров. Именно совет директоров принимает на работу и увольняет топ-менеджеров корпорации, ставит перед менеджментом стратегические задачи. В случае если акционеры не довольны деятельностью действующего совета директоров, они могут путем сбора доверенностей на доверенное лицо сменить действующее руководство на общем собрании. Консолидация доверенностей, а значит, возможность принятия решений большинством голосов зависит в первую очередь от структуры акционеров.

Собственность в акционерном обществе может быть распылена среди огромного числа разрозненных акционеров, а может быть сконцентрирована в крупные контрольные (либо блокирующие) пакеты. Данное положение иллюстрируют цифры, представленные в табл. 1.1. В таких странах, как США, Великобритания, Франция, Австралия, Канада, Ирландия, собственниками крупнейших корпораций являются разрозненные акционеры, владеющие небольшими пакетами. В Мексике, Аргентине и Гонконге ведущие акционерные общества контролируются состоятельными семьями. Государственный контроль преобладает в таких странах, как Австрия, Сингапур, Израиль и Италия. В Германии традиционно сильное влияние на управление корпорациями оказывают банки. В японской системе управле-

польз. №486952; dt: 1569486179, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486188, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ния преобладающее влияние (90%) оказывает такая специфическая форма организации бизнеса, как кейретцу, в основе которой лежит перекрестное владение акциями. Структура акционерного капитала крупнейших российских компаний представлена в табл. 1.2.

Таблица 1.1
Обобщенная структура акционеров крупнейших корпораций мира*

Страна	Контрольный акционер отсутствует (акции распылены)	Государство	Публичные нефинансовые компании	Семья	Публичные финансовые компании	Иные лица	Итого
Аргентина	0	15	15	65	5	0	100
Австралия	65	5	25	5	0	0	100
Австрия	5	70	0	15	0	10	100
Бельгия	5	5	0	50	30	10	100
Канада	60	0	15	25	0	0	100
Дания	40	15	0	35	0	10	100
Финляндия	35	35	5	10	5	10	100
Франция	60	15	0	20	5	0	100
Германия	0	25	0	10	65	0	100
Греция	10	30	0	50	10	0	100
Гонконг	10	5	0	70	5	10	100
Ирландия	65	0	10	10	0	15	100
Израиль	5	40	5	50	0	0	100
Италия	20	40	10	15	5	10	100
Япония	0	5	90	5	0	0	100
Мексика	0	0	0	100	0	0	100
Нидерланды	30	5	10	20	0	35	100
Новая Зеландия	30	25	20	25	0	0	100
Норвегия	25	35	0	25	5	10	100
Португалия	10	25	0	45	15	5	100
Сингапур	15	45	5	30	5	0	100
Южная Корея	55	15	5	20	0	5	100
Испания	35	30	10	15	10	0	100
Швеция	25	10	0	45	15	5	100
Швейцария	60	0	0	30	5	5	100
Великобритания	100	0	0	0	0	0	100
США	80	0	0	20	0	0	100

* В выборку включены 10 крупнейших корпораций различных сфер, показаны акционеры, имеющие контрольное влияние (по каждой стране). Контрольное влияние признается, если акционер или группа акционеров обладает 20% голосующих акций к годовому общему собранию акционеров.
Источник: *Morck R.* A History of Corporate Governance Around the World. Chicago: NBER, 2005.
См. также: *La Porta R. et al.* Corporate Ownership Around the World // Journal of Finance. Vol. Liv, No. 2. April, 1999.

польз. №486952; dt: 1569486188, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486198, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таблица 1.2
Структура акционерного капитала крупнейших российских акционерных обществ (в процентах на первое полугодие 2012 г.)

Компания	Акционер — владелец контрольного пакета (более 50%)	Юридические лица	Физические лица	Государство	Номинальные держатели	В свободном обращении	Собственные акции, выкупленные у акционеров
ОАО «Газпром»	Государство — 50,002	21,648		—	28,35 (программы АДР)	—	—
ОАО «ЛУКОЙЛ»		0,05	2,96	—	—	—	—
ОАО НК «Роснефть»	ОАО «Роснефтегаз» — 75,16	11,1	0,51	—	10,19	—	3,04
ОАО «Интер РАО ЕЭС»	—	70,05	—	14,79	—	15,16	—
ОАО ММК	—	86*	—	—	7,5	6,5	—
ОАО НЛМК	FLETCHER GROUP HOLDINGS LIMITED — 85,54**	3,17	—	—	—	11,29	—
ОАО «Уралкалий»	—	—	55,14	—	—	44,86	—
ОАО «Ростелеком»	—	49,34	—	6,86	35,35	8,45	—
ОАО «Аэрофлот»	Государство — 51,17	41,66	7,17	—	—	—	—
ОАО «КАМАЗ»	—	46,51	—	49,9	—	3,59	—

*Бенефициаром компаний является В.Ф. Рашников, Председатель Совета директоров ОАО «ММК».
**Бенефициаром компании является В.С. Лисин, Председатель Совета директоров ОАО «НЛМК».
Источник: сайты компаний.

Еще одним способом смещения руководства может быть приобретение контрольного пакета акций другой компанией (поглощение). Неэффективно управляемые корпорации являются более привлекательными для поглощения, чем эффективно управляемые, так как в этом случае можно в будущем получить больше прибыли. Таким образом, попытка избежать недружественного поглощения другой компанией дает менеджерам стимул действовать в интересах акционеров.

Подводя итог, можно выделить следующие преимущества корпорации как организационной формы ведения бизнеса перед индивидуальным предпринимательством и товариществами.

1. Поскольку право собственности в корпорации определяется акциями, то оно легко может передаваться новым владельцам. В отличие от товариществ в корпорации не существует ограничений в передаче собственности через продажу акций, потому что она

польз. №486952; dt: 1569486198, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486214, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

существует независимо от своих владельцев, смерть или уход одного из них не прекращает деятельность компании.

2. Ограниченная ответственность акционеров. Так, если акционер потратил на приобретение акций 100 тыс. руб., в случае банкротства корпорации он потеряет 100 тыс. руб. В то же время полный партнер в товариществе может потерять свои вложения плюс долги товарищества.

Основной недостаток корпорации — конфликт между акционерами и наемными менеджерами — решается путем введения соответствующей оплаты труда и контролем над корпорацией.

Таким образом, корпорация по своим возможностям является самой развитой формой организации бизнеса, во многом определяющей социально-экономическое развитие страны.

> **Корпорация** — наиболее развитая форма организации бизнеса, которая широко используется крупным и средним бизнесом.

Мы рассмотрели интересы в деятельности сторон акционеров и менеджеров. Однако свои интересы в деятельности компании имеют также сотрудники, заказчики, поставщики, кредиторы, правительство и т.д. Объединенные вместе, они называются заинтересованными лицами. Они имеют свои интересы к корпорации и могут также подключиться к ее управлению через работу в Наблюдательном совете.

В корпорации можно выделить четыре группы интересов: акционеров (собственников), директоров, должностных лиц корпорации и группы заинтересованных лиц (например, работники, кредиторы, местное население). Решение проблемы конфликта интересов сторон достигается путем внедрения в компании системы корпоративного управления.

Ключевые термины

- Рыночная стоимость бизнеса.
- Структура капитала.
- Стоимость капитала.
- Акция.
- Облигация.
- Финансовый рынок.
- Денежный рынок.
- Рынок капитальных активов.
- Корпорация.
- Индивидуальное производство (единоличное владение).
- Товарищество.
- Агентская проблема.
- Издержки агентских отношений.
- Контроль над корпорацией.

Контрольные и дискуссионные вопросы

1. Что такое корпоративные финансы, что они изучают?
2. Какие функции выполняет финансовый управляющий?

польз. №486952; dt: 1569486214, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486225, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

3. Какой показатель лучше оценивает эффективность деятельности финансового директора?
4. Каким образом финансовый менеджер может создавать или разрушать рыночную стоимость бизнеса?
5. В чем заключается роль финансового директора на финансовом рынке?
6. Что такое стоимость капитала и для чего этот показатель используется?
7. Что такое ценные бумаги и какими отличительными характеристиками они обладают?
8. Какие виды ценных бумаг вы знаете и в чем их различие?
9. Что представляет собой финансовый рынок, какие его виды существуют и какие функции он выполняет для корпоративных финансов?
10. Почему финансового директора интересует состояние финансового рынка?
11. Какие ценные бумаги являются наиболее рискованными и почему?
12. От чего зависит рыночная стоимость бизнеса?
13. Как связаны между собой финансовый рынок и корпорация?
14. Какие формы организации бизнеса вы знаете, в чем их преимущества и недостатки?
15. Почему корпорация является наиболее привлекательной формой организации крупного и среднего бизнеса?

Ключевые функции Bloomberg

GLCO — Мировые цены на сырьевые товары.
FXC — Матрица валютных курсов.
ECFC — Экономические прогнозы.
ECST — Мировая экономическая статистика.
LOIS — Монитор ликвидности 3-м. Спред LIBOR-OIS.
WEI — Мировые фондовые индексы.
MOST — Наиболее активные бумаги.
FXIP — Информационный портал валют.
CBQ — Обзор рынка по стране.
IBQ — Анализ индустрии.

польз. №486952; dt: 1569486225, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486235, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 2

Корпоративные финансы и корпоративное управление

В данной главе вы узнаете, как функционирует акционерное общество, кто им владеет и какие права имеет, а также:

- познакомитесь с корпоративным управлением, целями и задачами, которые решает корпоративное управление;
- узнаете, каким образом корпоративное управление связано с финансовым рынком;
- поймете, какие функции должен выполнять совет директоров компании, чтобы достичь эффективно действующей системы корпоративного управления;
- познакомитесь с различными моделями корпоративного управления;
- поймете основной функционал финансового директора;
- познакомитесь с Кодексом корпоративного управления и основными принципами корпоративного управления;
- поймете влияние корпоративного управления на стоимость компании и познакомитесь с некоторыми рейтингами качества управления в компании.

Вопросы корпоративного управления становятся в последнее время все более актуальными. Изучение и анализ проблем и кризисных явлений в мировой экономике и финансах, проявившихся в последние годы, свидетельствуют о том, что вопросам организации управления корпорациями, принципам принятия стратегических решений уделялось недостаточное внимание. Дело в том, что основной упор при принятии инвестиционных решений и оценке компании всегда делался и делается на анализе финансовой отчетности, изучении коэффициентов, моделировании и т.п. Но не менее, а может быть, даже более важно знать, как принимается то или иное решение; каков баланс сил в управленческой структуре (акционеры — совет директоров — менеджмент); за кем последнее слово. А это как раз вопросы корпоративного управления. В широком смысле корпоративное управление — это организация контроля за системой управления компанией, что сказывается на оценке компании финансовым рынком. Здесь многое зависит от состава и структуры акционеров; истории и традиций; действующей нормативной правовой базы. Эти и некоторые другие вопросы мы осветим в данной главе.

2.1. Акции и акционерные общества: понятия и определения

Как уже говорилось в главе 1, в настоящее время акционерное общество — это самая распространенная организационно-правовая форма, в которой создается большинство компаний. Как известно, уставный капитал акционерного общества разделен на акции.

польз. №486952; dt: 1569486235, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486248, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Чтобы считаться таковым, акционерное общество должно выпустить как минимум одну акцию, т.е. иметь хотя бы одного акционера, а максимальное число акционеров зависит от того, является общество закрытым или открытым. Так, открытое общество вправе осуществлять свободную продажу своих акций любым заинтересованным лицам без дополнительных ограничений. Также в открытом обществе не допускается установление преимущественного права общества или его акционеров на приобретение акций, отчуждаемых акционерами этого общества. Число акционеров открытого общества не ограничено. Иными словами, при наличии у инвесторов интереса к этим ценным бумагам они могут свободно продаваться и покупаться на первичном и вторичном рынках. Именно акции открытого акционерного общества могут обращаться на фондовой бирже.

Пример

Уставный капитал ОАО «Банк ВТБ» сформирован в сумме 343 643 383 623,38 (триста сорок три миллиарда шестьсот сорок три миллиона триста восемьдесят три тысячи шестьсот двадцать три целых тридцать восемь сотых) рублей и разделен на 12 960 541 337 338 обыкновенных именных акций номинальной стоимостью 0,01 руб. каждая и 21 403 797 025 000 привилегированных именных неконвертируемых бездокументарных акций номинальной стоимостью 0,01 руб.

Проведя несложные расчеты, можно представить гипотетическую ситуацию. Если акции Банка ВТБ справедливо распределить среди всех жителей Земли, то каждый сможет стать обладателем пакета более чем 4500 акций этой кредитной организации. Сложно даже вообразить, как в этих условиях будет проходить общее собрание акционеров.

Источник: *www.vtb.ru*

Акции закрытых акционерных обществ характеризуются ограничениями, накладываемыми на обращение таких ценных бумаг. Акционер, владеющий акциями закрытого акционерного общества, не вправе предлагать их к покупке сторонним лицам. Сначала такие акции предлагается выкупить уже существующим акционерам, а в случае их отказа — самому акционерному обществу. И только если и само акционерное общество откажется их выкупить, акции могут быть предложены сторонним инвесторам. Следовательно, акции закрытых акционерных обществ не могут свободно обращаться на вторичном рынке. Число акционеров закрытого общества не должно превышать 50.

В 2014 году произошли революционные изменения в сфере акционерного права — вступил в силу Федеральный закон от 5 мая 2014 г. № 99-ФЗ «О внесении изменений в главу 4 части первой Гражданского кодекса Российской Федерации и о признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации», согласно которому вводятся понятия «публичное акционерное общество» и «непубличное акционерное общество».

Публичным является акционерное общество, акции которого и ценные бумаги которого, конвертируемые в его акции, публично размещаются (путем открытой подписки) или публично обращаются на условиях, установленных законами о ценных бумагах. Общество с ограниченной ответственностью и акционерное общество, которое не отвечает указанным признакам, признаются непубличными. Главным условием публичного размещения и обращения ценных бумаг является обязательное раскрытие информации о деятельности компании, ее финансовой отчетности, структуре управления и принципах принятия решений. В публичном акционерном обществе образуется коллегиальный орган управления, состоящий не менее чем из пяти членов.

польз. №486952; dt: 1569486248, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486254, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

По российскому законодательству, **акция** — это именная, бездокументарная ценная бумага. Следовательно, акционерное общество обязано обеспечивать ведение реестра акционеров, привлекая к этому профессионального участника рынка ценных бумаг — независимого регистратора[1]. Акция относится к долевым ценным бумагам и соответственно не имеет срока погашения. Российское законодательство устанавливает, что все акции должны иметь номинал. Сумма всех размещенных акций составляет уставный капитал акционерного общества, величина которого зафиксирована в уставе и отражена отдельной строкой в бухгалтерском балансе. Номинальная стоимость всех обыкновенных акций общества должна быть одинаковой.

Акционерное общество может эмитировать обыкновенные и привилегированные акции. Доля привилегированных акций в оплаченном уставном капитале акционерного общества не может превышать 25%.

Обыкновенные акции предоставляют своему владельцу все три вида прав, т.е. право голоса на общем собрании акционеров по всем вопросам, право получить дивиденд, если у общества есть чистая прибыль, право получить ликвидационную стоимость акции, если у общества в момент ликвидации осталось имущество после расчетов с кредиторами. Каждая обыкновенная акция дает один голос при решении вопросов на общем собрании акционеров. Однако дивидендный доход по обыкновенной акции не гарантирован. Дивидендные выплаты осуществляются из чистой прибыли после уплаты дивидендов по привилегированным акциям. Решение о выплате дивидендов принимает общее собрание акционеров по предложению совета директоров. Общее собрание акционеров не вправе принять решение об увеличении размера дивиденда по сравнению с предложенным советом директоров, но может его уменьшить или отказаться от выплаты дивидендов вовсе.

Также не гарантирована и ликвидационная стоимость. Возможность ее выплаты и ее размер станут известны акционеру только в момент ликвидации акционерного общества и после выплаты ликвидационной стоимости владельцам привилегированных акций.

Все обыкновенные акции одного акционерного общества имеют единую номинальную стоимость.

Привилегированные акции в общем случае не дают права голоса на общем собрании акционеров. Владельцы привилегированных акций участвуют в общем собрании акционеров с правом голоса только при решении вопросов о реорганизации и ликвидации общества. Однако в отличие от обыкновенных акций размеры дивидендных выплат и ликвидационной стоимости привилегированной акции известны заранее. Они должны быть зафиксированы в уставе акционерного общества. Разные выпуски привилегированных акций одного акционерного общества могут предоставлять своим владельцам разные права и привилегии и иметь разные номиналы.

Кому принадлежит и как управляется акционерное общество

Часто среди исследователей природы акционерной формы собственности можно встретить такую трактовку функции акции. Например, «Основной экономической функцией акций является сосредоточение (объединение) разрозненных капиталов под единым управлением. В этом и состоит сущность акционерной формы хозяйствования как аккумулятора капиталов для их производительного использования»[2]. Это подтверждается мировым и отечест-

[1] Реестр акционеров — это список зарегистрированных владельцев с указанием количества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им акций, составленный по состоянию на любую установленную дату и позволяющий идентифицировать этих владельцев, количество и категорию принадлежащих им ценных бумаг.

[2] *Фельдман А.Б.* Управление корпоративным капиталом. М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999. С. 5.

польз. №486952; dt: 1569486254, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486263, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

венным опытом. Ведь первые акционерные общества как в России, так и в Западной Европе, США создавались в основном в тех отраслях экономики, где были необходимы большие капиталовложения, а именно банковское и страховое дело, железные дороги, судоходство, международная торговля и т.п.

Таким образом, акционерное общество является чрезвычайно удобной формой участия большого числа лиц в хозяйственной деятельности. Здесь важно отметить и то, что акционерные общества способствуют увеличению предпринимательской активности и притоку капитала в экономику. Ведь важной чертой акционерной формы собственности является то, что акции позволяют ограничить риски потери капитала. По закону акционеры не отвечают по обязательствам общества и несут риск убытков, связанных с его деятельностью, только в пределах стоимости принадлежащих им акций. Иными словами, акционер в случае банкротства акционерного общества не может потерять больше, чем он вложил в покупку акций. Верно и обратное: общество не отвечает по обязательствам своих акционеров.

Еще одним важным преимуществом акционерной формы организации предприятия является то, что деятельность акционерного общества практически не зависит от судьбы его участников, вследствие чего оно более долговечно в сравнении с другими предпринимательскими объединениями, а значит, может планировать свою хозяйственную деятельность на долгосрочную перспективу.

Пример

Акционерное общество создается на неопределенный срок и не имеет конечного срока существования. Поэтому известны случаи, когда корпорация существует на протяжении многих десятков и даже нескольких сотен лет. Один из наиболее ярких примеров — британская корпорация Lloyd's. Сейчас Lloyd's — это известная во всем мире страховая компания. Ее история насчитывает более трехсот лет. Мало кто знает, что начало бизнеса было положено в Лондоне в XVII в. Именно тогда была создана компания Edward Lloyd's Coffee House. Действительно, тогда она была создана как компания, импортирующая кофе в Великобританию. А немного позже, учитывая международный характер деятельности и возрастающий спрос на страхование в области морских перевозок, компания Lloyd's стала специализироваться на предоставлении финансовых услуг.

Все вышеперечисленное имеет и обратную сторону. Как известно, акционерное общество является юридическим лицом, а это значит, что именно оно, а не группа отдельных субъектов (акционеров), является участником хозяйственных отношений. Акционерное общество по закону может обладать обособленным имуществом, и это имущество принадлежит именно акционерному обществу, а не его участникам. Это положение распространяется как на первоначальное имущество, так и на доходы от деятельности акционерного общества. Притязания акционера выражены в ценной бумаге — акции, которая, как мы уже упоминали, предоставляет ее владельцу ряд имущественных и неимущественных прав.

Имущественные права — это права на получение:

- дивидендов;
- ликвидационной стоимости акции.

Неимущественные права — это:

- право на участие в общем собрании акционеров;
- право голоса на общем собрании акционеров;
- право на получение информации о деятельности акционерного общества, о составе акционеров (в зависимости от величины пакета);

польз. №486952; dt: 1569486263, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486272, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- право вносить вопросы в повестку дня общего собрания акционеров (в зависимости от величины пакета);
- право требовать созыва внеочередного собрания акционеров (в зависимости от величины пакета).

Органы управления обществом

Высшим органом управления общества является общее собрание акционеров. Согласно закону, общество обязано ежегодно проводить годовое общее собрание акционеров. К компетенции общего собрания акционеров относятся следующие вопросы:

1) внесение изменений и дополнений в устав общества;
2) реорганизация и ликвидация общества;
3) увеличение и уменьшение уставного капитала общества, дробление и консолидация акций;
4) определение количества, номинальной стоимости объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями;
5) определение количественного состава совета директоров (наблюдательного совета), избрание членов и досрочное прекращение их полномочий;
6) образование исполнительного органа общества и досрочное прекращение его полномочий;
7) избрание членов ревизионной комиссии общества и досрочное прекращение их полномочий, утверждение аудитора общества;
8) утверждение годовых отчетов, годовой бухгалтерской отчетности, в том числе отчетов о прибылях и об убытках, а также распределение прибыли (в том числе выплата (объявление) дивидендов);
9) одобрение сделок с заинтересованностью и крупных сделок.

Общее собрание акционеров в российских акционерных обществах проводится ежегодно, как правило, по итогам календарного года (обычно весной). Внеочередное общее собрание акционеров проводится по решению совета директоров на основании его собственной инициативы, требования ревизионной комиссии или аудитора общества, а также акционера, являющегося владельцем не менее 10% голосующих акций.

Системы голосования на собрании акционеров

По большинству вопросов голосование на общем собрании акционеров осуществляется по принципу «1 голосующая акция общества — 1 голос». Такая система голосования называется уставной. Но выборы членов совета директоров (наблюдательного совета) общества осуществляются кумулятивным голосованием.

При кумулятивном голосовании число голосов, принадлежащих каждому акционеру, умножается на число лиц, которые должны быть избраны в совет директоров (наблюдательный совет) общества, и акционер вправе отдать полученные таким образом голоса полностью за одного кандидата или распределить их между двумя и более кандидатами. Например, если избирают семь директоров и акционер владеет 1000 голосующих акций, то акционер обладает 7000 голосами (1 голос × 1000 акций × 7 кандидатов). При этом акционер может распределить свои 7000 голосов между кандидатами в любой пропорции или отдать все 7000 голосов за одного кандидата. Кумулятивная система голосования направлена на защиту интересов миноритарных акционеров[1] (владельцев небольших пакетов акций), которые могут концентрировать свои голоса в одном голосовании и пытаться проводить своего представителя в состав совета директоров.

[1] Иногда в научной и практической литературе используется термин «блокирующий миноритарный пакет». Это означает, что владелец такого пакета не может существенно влиять на принятие решений общего собрания акционеров, но обладает косвенной властью — правом вето на принятие некоторых решений. Размер блокирующего миноритарного пакета установлен в национальном акционерном законодательстве и варьируется в различных странах от $^1/_4$ до $^1/_3$ голосующих акций.

польз. №486952; dt: 1569486272, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486282, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Считается, что общее собрание акционеров правомочно, если в нем приняли участие акционеры, обладающие в совокупности более чем половиной голосов размещенных голосующих акций общества.

Относительно недавно в российском законодательстве появилось понятие «акционерное соглашение». Так, согласно ст. 32.1 Федерального закона от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» акционерным соглашением признается договор об осуществлении прав, удостоверенных акциями, и (или) об особенностях осуществления прав на акции. По акционерному соглашению его стороны обязуются осуществлять определенным образом права, удостоверенные акциями, и (или) права на акции или воздерживаться от осуществления указанных прав. Акционерным соглашением может быть предусмотрена обязанность его сторон голосовать определенным образом на общем собрании акционеров, согласовывать вариант голосования с другими акционерами, приобретать или отчуждать акции по заранее определенной цене или при наступлении определенных обстоятельств, а также осуществлять согласованно иные действия, связанные с управлением обществом, с деятельностью, реорганизацией и ликвидацией общества. Данное положение направлено на защиту интересов миноритарных акционеров.

В современной России роль государства в капиталах крупнейших корпораций является определяющей. Также характерной чертой структуры капитала российских акционерных обществ является чрезвычайно низкая доля акций, находящихся в свободном обращении, и концентрация капитала в руках основного акционера. Достаточно привести в пример данные о структуре акционерного капитала «локомотивов» российской экономики. Однако полностью корректно отразить структуру акционерного капитала российских корпораций весьма сложно из-за непрозрачной схемы владения ценными бумагами и несопоставимости данных (большинство подлинных бенефициаров «спрятаны» под офшорными компаниями и номинальным держателем в реестре), а подробный анализ структуры собственности, на наш взгляд, может являться предметом самостоятельного исследования, поэтому ниже, в табл. 2.1, представлены данные о структуре акционеров в соответствии с данными, раскрываемыми эмитентами на своих официальных сайтах в сети «Интернет».

Таблица 2.1
Состав акционеров ОАО «НК «Роснефть», владеющих более 1% уставного капитала компании по состоянию на 01.01.2015

Акционер	Доля в уставном капитале,%
ОАО «РОСНЕФТЕГАЗ»* (акционер)	69,50
НКО ЗАО «Национальный расчетный депозитарий» (номинальный держатель центральный депозитарий) **	30,08
Прочие юридические лица, владеющие менее 1% акций	0,01
Российская Федерация в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом	менее 0,01
Физические лица	0,41
Счет неустановленных лиц	менее 0,01

*ОАО «РОСНЕФТЕГАЗ» находится в 100%-ной федеральной собственности. Прямая доля государства (в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом) в ОАО «НК „Роснефть“» составляет 0,000000009%.

**Общее количество акций, находящихся в номинальном держании, включает 2 092 900 097 акций, составляющих долю 19,75% в уставном капитале ОАО «НК «Роснефть», которые принадлежат компании BP Russian Investments Limited.

Источник: http://www.rosneft.ru

польз. №486952; dt: 1569486282, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486293, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Структура акционерного капитала ОАО АНК «Башнефть» по состоянию на 30.12.2014

Акционер	Доля в акционерном капитале, %
Российская Федерация в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом	73,94
Акции, находящиеся на балансе Общества и его дочерних обществ	6,11
Прочие юридические лица, в том числе номинальные держатели	15,35
Физические лица	4,60

Источник: http://www.bashneft.ru

Структура акционеров ОАО «Сбербанк России» по состоянию на 17.04.2014

Категория акционеров	Доля в уставном капитале, %
Банк России	50,0+1 акция
Юридические лица — нерезиденты	43,52
Юридические лица — резиденты	2,52
Частные инвесторы	3,96

Источник: http://www.sberbank.ru

Структура акционерного капитала ОАО «Уралкалий» по состоянию на 20.12.2013

Акционер	Доля в уставном капитале, %
Акции в свободном обращении	33,25
Группа «ОНЭКСИМ»	21,75
ОАО ОХК «Уралхим»	19,99
Казначейские акции	12,50
Chengdong Investment Corporation	12,50

Источник: http://www.uralkali.ru

Структура акционерного капитала ОАО «НЛМК» по состоянию на 31.12.2013

Акционер	Доля в уставном капитале, %
Fletcher Group Holdings Limited (бенефициаром компании является В. Лисин)	85,54
Deutsche Bank Trust Company Americas (глобальные депозитарные акции, обращающиеся на Лондонской фондовой бирже)	8,05
Прочие акционеры (в том числе акции в свободном обращении и компании, бенефициарами которых являются менеджеры НЛМК)	6,41

Источник: http://www.nlmk.ru

польз. №486952; dt: 1569486293, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486765, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Список лиц, владеющих более чем 5% размещенных акций ОАО «ФСК ЕЭС» по состоянию на 30.06.2014

Акционер	Доля от размещенных акций, %
ОАО «Россети»	80,13
НКО ЗАО «Национальный расчетный депозитарий» (номинальный держатель — Центральный депозитарий)	13,80

Источник: http://www.fsk-ees.ru

Крупнейшие держатели акций ОАО «РОССЕТИ» по состоянию на 31.12.2014

Акционер	Доля в уставном капитале, %
Российская Федерация в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом	85,31
НКО ЗАО «Национальный расчетный депозитарий» (номинальный держатель — Центральный депозитарий)	9,40
ООО «Депозитарные и корпоративные технологии» (номинальный держатель)»	3,90

Источник: http://www.rosseti.ru

Список лиц, владеющих более чем 5% размещенных акций ОАО «РусГидро» по состоянию на 31.10.2012

Акционер	Доля в уставном капитале, %
Российская Федерация в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом	60,50
НКО ЗАО «Национальный расчетный депозитарий» (номинальный держатель — Центральный депозитарий)	9,08
ЗАО «ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ)»	12,99
ЗАО «Депозитарно-Клиринговая компания»	7,81

Источник: http://www.rushydro.ru

Интересно также проанализировать структуру акционеров и более детально. Мы не случайно так подробно останавливаемся на изучении структуры акционеров, ведь именно от этого зависят стиль управления и приоритеты развития. Мы уже рассмотрели структуру уставного капитала акционерных обществ с точки зрения размера пакета. Теперь давайте обратимся и проанализируем состав акционеров. Большинство современных акционерных обществ старается идентифицировать, пристально изучать, осуществлять постоянный мониторинг данных вопросов, а также по возможности влиять на структуру акционеров. Ведь реализация планов развития компании может оказаться под угрозой, например, из-за изменений в составе ключевых акционеров. Решение этих вопросов, как правило, входит в функционал такого подразделения, как отдел по связям с инвесторами.

польз. №486952; dt: 1569486765, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569486773, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Итак, рассмотрим различные категории акционеров и попытаемся охарактеризовать их.

1. **Семья и родственники.** Компании, уставный капитал которых распределен среди членов семьи, наиболее часто встречаются в странах Латинской Америке и некоторых государствах континентальной Европы. Для таких компаний характерно постоянство и стабильность в управлении, что связывают с тем, что на протяжении длительного времени члены одной семьи оказывают значительное влияние на принятие управленческих решений; пакеты акций длительное время находятся в одних руках или переходят по наследству. Учитывая данную особенность, зачастую ограничивающую возможности внешнего финансирования из-за нежелания «размывать» долю, компании с такой структурой собственности чаще всего встречаются в таких отраслях, как производство потребительских товаров, торговля. Для быстрорастущих отраслей (например, телекоммуникаций, энергетического сектора) такая структура собственности не подходит.

2. **Бизнес-ангелы** — это профессиональные инвесторы (физические или юридические лица), вкладывающие средства в инновационные компании на самых ранних стадиях развития — «посевной» и «начальной». Как правило, объем инвестиций составляет от нескольких десятков тысяч до миллиона евро. Бизнес-ангелы инвестируют в компанию не только свой капитал, но и опыт, знания, деловые связи. Это наиболее рискованный вид инвестиций, осуществляемых на длительный срок (3–7 лет) без залогов, гарантий.

Как правило, такое инвестирование — это инвестирование в идею, которая еще не обрела материальное содержание. Риск велик, но в случае успеха бизнес-ангел получает долю в динамично развивающемся, быстро растущем бизнесе.

От бизнес-ангелов начали развитие своего бизнеса такие компании, как Intel, Yahoo, Amazon, Google, Facebook.

3. **Государство** во многих странах является крупнейшим акционером. Доля государства в уставных капиталах многих компаний остается достаточно высокой. Такая ситуация характерна и для России, и для некоторых других стран, например Австрии. Как правило, это связано с рядом объективных причин. Для России это прежде всего наследство советской эпохи. Но одновременно с этим государство не спешит отказываться от контроля в тех компаниях, деятельность которых связана с обороной, безопасностью, регулированием естественных монополий. Высока роль государства как собственника в стимулировании развития производства и привлечении инвестиций. Последний кризис показал, что многие государства пошли по пути частичной национализации крупных, системообразующих компаний, оказавшихся на грани банкротства.

Здесь же, если речь идет о государстве как акционере, следует упомянуть возрастающие инвестиции суверенных инвестиционных фондов, которые вкладывают свободные средства в том числе в акции компаний, действуя как портфельные инвесторы.

4. **Менеджеры и работники предприятий** — наиболее стабильная и лояльная акционерному обществу группа акционеров. Характерным здесь является то, что акции находятся в одних и тех же руках длительный срок, и такие пакеты зачастую обеспечивают поддержку мажоритарному акционеру. Как правило, работники предприятий (если это не топ-менеджер — учредитель) владеют не очень большой долей акционерного капитала. Хотя в последнее время за рубежом активно развиваются различные компенсационные программы, в которых акции или опционы на акции являются важным элементом в программе материального стимулирования работников. Идея проста. Если работник является владельцем пакета акций, он должен быть заинтересован в росте курсовой стоимости этих бумаг, которая в свою очередь отражает успехи развития предприятия.

польз. №486952; dt: 1569486773, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488315, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

5. **Институциональные инвесторы.** В настоящее время во всем мире это наиболее мощная, влиятельная и разнообразная группа инвесторов. Она представлена различного рода фондами, которые могут иметь очень разную инвестиционную направленность. К ним относятся частные фонды акционерного капитала, пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды, трасты, фонды страховых компаний, хедж-фонды. Как правило, каждый из них имеет собственную специализацию, зависящую от целей и стратегии инвестирования. Это могут быть и крупные портфельные инвесторы, придерживающиеся пассивной стратегии в управлении, а могут быть и структуры, проводящие агрессивную инвестиционную политику. Учитывая объемы средств под управлением, разнообразие стратегий работы на рынке, а также непрозрачность большинства их этих структур[1], данная категория инвесторов заслуживает пристального внимания со стороны акционерного общества.

6. **Финансовые организации** (коммерческие банки) также могут быть владельцами акций. Они могут выступать как портфельными, так и прямыми стратегическими инвесторами. Формирование крупных пакетов акций характерно прежде всего для банков континентальной Европы (например, Германии) или новых быстро развивающихся стран, таких как Корея, Колумбия, Индия. Здесь формируются крупные финансово-промышленные группы, конгломераты, во главе которых стоят банки.

7. **Стратегические партнеры, дочерние и зависимые общества.** Данная категория инвесторов заинтересована в контроле над корпорацией, возможности влияния на принятие решений для достижения общих целей, согласованном ведении бизнеса. Такие инвесторы, как правило, владеют крупными пакетами длительное время.

8. **Портфельные инвесторы** — это физические и юридические лица, которые формируют небольшие пакеты акций преимущественно на короткий срок. Они не заинтересованы в контроле над предприятием; их цель — получение дохода либо за счет дивидендных выплат, либо за счет роста курсовой стоимости бумаг. Такие инвесторы приобретают акции на биржевом рынке или в ходе проведения IPO[2].

Подводя итог, следует сказать, что влияние той или иной группы акционеров, преследующих свои интересы, может быть очень сильным, а в некоторых случаях даже выливаться в открытые противостояния.

Акционеры — это владельцы компании, однако очевидно, что успешное функционирование любого предприятия невозможно без органа, который бы осуществлял оперативное управление его деятельностью на постоянной, а главное, на профессиональной основе. В связи с этим руководство текущей деятельностью общества осуществляется единоличным исполнительным органом общества или коллегиальным исполнительным органом общества (правлением, дирекцией). И здесь возникает справедливый вопрос: кто может и должен выполнять функции исполнительного органа и осуществлять текущее управление?

2.2. Понятие корпоративного управления

Корпоративное управление предполагает формирование справедливых, равноправных, разумных принципов взаимодействия множества лиц и организаций, имеющих отношение к самым разным аспектам функционирования компании. Следует различать понятия

[1] Здесь речь идет в первую очередь о хедж-фондах, разнообразие стратегий которых очень велико. При этом многие из этих стратегий могут быть очень опасны для компании, потому что рассчитаны на падение, а не на рост капитализации (например, короткие продажи).

[2] IPO (Initial Public Offering) — первичное публичное размещение ценных бумаг компании среди широких групп инвесторов; процесс приобретения статуса публичной компании.

польз. №486952; dt: 1569488315, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488316, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

«корпоративное управление» и «корпоративный менеджмент», так как, несмотря на то что функции корпоративного управления и менеджмента пересекаются, например при разработке стратегии развития компании, корпоративное управление находится на более высоком уровне руководства компанией, нежели менеджмент. Корпоративное управление — это система, включающая комплекс отношений, правила взаимодействия менеджеров компании, ее совета директоров, акционеров и других заинтересованных лиц[1]. Корпоративное управление также определяет принципы и механизмы, которые позволяют:

- формулировать цели компании;
- определять средства их достижения;
- осуществлять контроль над достижением цели.

Система корпоративного управления призвана решать три основные задачи корпорации: обеспечение ее максимальной эффективности, привлечение инвестиций, выполнение юридических и социальных обязательств. Здесь важно иметь в виду, что многие вопросы, связанные с корпоративным управлением, лежат за пределами законодательной сферы и имеют этический, а не юридический характер. То есть когда речь идет о корпоративном управлении, мы должны оперировать таким далекими от нормативных актов понятиями, как профессионализм, компетентность, ответственность, разумность, справедливость, добросовестность, открытость, доверие и честность.

В настоящее время значение корпоративного управления растет. Данная тенденция характерна и для экономически развитых стран, и для России. Этот процесс напрямую связан с формированием международного финансового рынка, глобализацией финансовых рынков и все возрастающей конкуренцией за привлечение инвестиций. В настоящее время для инвестиционных капиталов во всем мире практически не существует границ, они пойдут туда, где для них создан благоприятный климат. А это предполагает наличие гарантий прав собственности, защищенности средств инвесторов. Таким образом, для инвесторов корпоративное управление это не только набор стандартных механизмов, разграничивающих ответственность разных сторон за принятие решений в компании. Значение термина «корпоративное управление» расширяется. Для инвесторов высокий уровень стандартов корпоративного управления — это прежде всего общая культура поведения компании в целом на рынке и в бизнесе, в том числе при разрешении споров и конфликтных ситуаций, открытость и дружественность по отношению к инвесторам, практика строгого контроля и правильного учета. Это становится основой создания долгосрочных, стратегических и доверительных отношений между участниками инвестиционного процесса. Иными словами, инвесторы будут вкладывать свои средства в компанию только тогда, когда будут уверены, что они имеют достоверную картину положения дел в компании, ясное представление о процессе принятия корпоративных решений и могут эффективно контролировать ее деятельность. Практика показывает, что за акции компаний, создавших у себя эффективную систему корпоративного управления, удовлетворяющую инвесторов, они готовы платить существенную премию.

Таким образом, эффективная система корпоративного управления позволяет:

- повысить инвестиционную привлекательность;
- привлечь долгосрочных инвесторов;
- снизить стоимость заемных средств;
- увеличить рыночную стоимость компании.

[1] Английским эквивалентом термина «заинтересованные лица» является термин *stakeholder*. К заинтересованным лицам могут относиться контрагенты компании (поставщики, потребители, клиенты), крупнейшие кредиторы, работники компании, профсоюзы и т.п.

польз. №486952; dt: 1569488316, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488327, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Это означает, что наличие эффективной системы корпоративного управления важно не только для инвесторов, но и для самой компании, так как является залогом ее дальнейшего успешного развития.

Публичная компания, листинг на фондовой бирже и корпоративное управление

Теоретически создание эффективной системы корпоративного управления возможно абсолютно при любой организационно-правовой форме существования юридического лица. Однако вопросы корпоративного управления приобретают особую актуальность в том случае, когда компания становится публичной и планирует размещение своих акций на фондовой бирже. Ведь на фондовой бирже ценообразование происходит под воздействием спроса и предложения, на цену акций влияют мнения и настроения огромного количества реальных и потенциальных инвесторов, аналитиков. Как известно, согласно теории, рынок учитывает в цене всю доступную информацию о компании, как положительную, так и отрицательную. Более того, инвесторы готовы платить премию к цене акций компаний, в которых качество корпоративного управления находится на высоком уровне. Это подтверждается исследованием Who owns Russia? Corporate Governance Profiles, проведенным компанией McKinsey в 2002 г. Как следует из рис. 2.1, в 2002 г. размер премии для российских компаний был самым высоким по сравнению с другими странами и достигал 38%. Это свидетельствует об опасениях инвесторов в отношении сохранности своих вложений в компании с низким уровнем корпоративного управления.

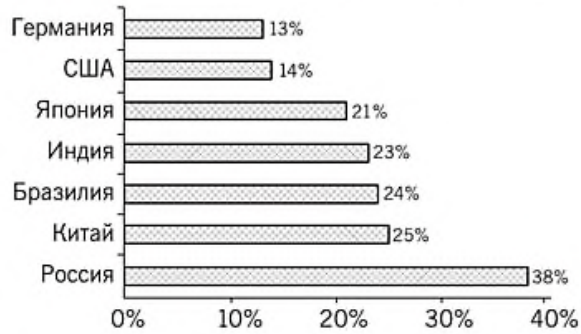


Рис. 2.1. Размер премии компании с хорошим уровнем корпоративного управления

Здесь хочется привести результаты еще одного исследования[1]. Так, компании с высоким уровнем корпоративного управления превосходят средневзвешенные показатели рынка на 65,9%, со средним уровнем корпоративного управления — на 9,7%, компании с низким уровнем корпоративного управления смотрелись хуже рынка на 1,4%. Можно сделать вывод, что среди лидеров рынка преобладают компании с хорошим уровнем корпоративного управления (рис. 2.2).

Следовательно, низкий уровень качества корпоративного управления или корпоративный конфликт в долгосрочной перспективе всегда сказывается на цене акций; она идет вниз.

График движения цен на акции наглядно демонстрирует, что наибольшее падение цен зафиксировано как раз в момент, когда конфликт достиг своей кульминации, в мае 2008 г.

Размещать или не размещать свои акции на фондовой бирже — вопрос, который затрагивает не столько интересы самой компании, сколько интересы акционеров. Как правило, компании стремятся на биржу за ликвидностью — это одна из главных черт биржевого рынка. Но здесь необходимо отдавать себе отчет в том, что к листингу допущены много компаний и по-настоящему ликвидными становятся немногие.

[1] *Лысенко О., Фролов В.* Как корпоративное управление влияет на капитализацию // IR magazine. Май — июнь 2008. С. 63–65.

польз. №486952; dt: 1569488327, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488336, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

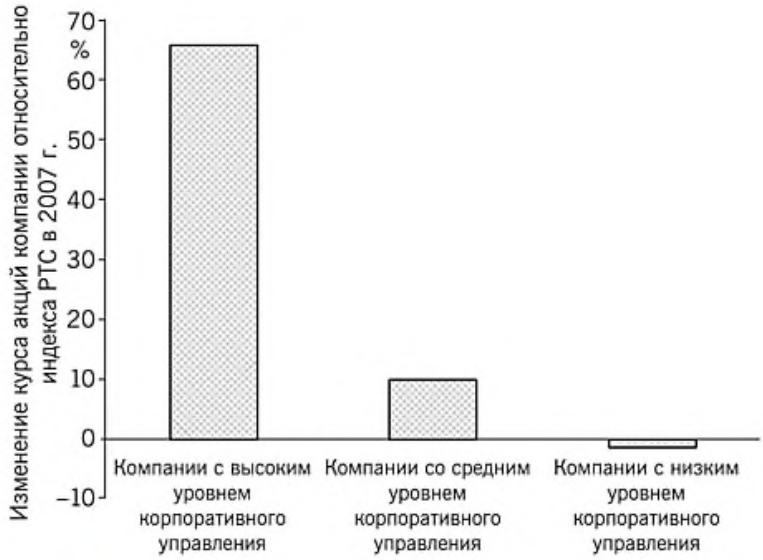
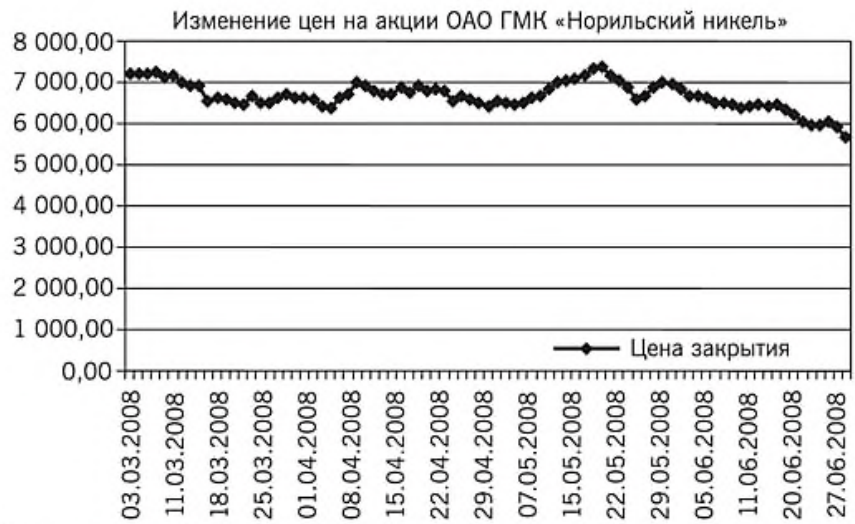


Рис. 2.2. Изменения котировок компаний с различными уровнями корпоративного управления относительно индекса РТС в 2007 г.

Это любопытно

Проследить зависимость между курсом акций и проблемами в сфере корпоративного управления мы попытаемся на примере ГМК «Норильский никель». Конфликт интересов начал свое развитие в 2007 г. и был спровоцирован разделом активов В. Потанина и М. Прохорова, которые до этого совместно владели 54% акций компании. В. Потанин и компания «Интеррос» направили предложение М. Прохорову выкупить его долю (25%+1 акция), который ответил продажей своего пакета О. Дерипаске и компании «Русал». Данный факт и позиция «Русала» по многим стратегическим вопросам развития ГМК «Норильский никель» и спровоцировали конфликт, который достиг апогея в мае 2008 г. А теперь обратимся к графику изменения цен на акции ГМК «Норильский никель».



Источник: www.micex.ru

польз. №486952; dt: 1569488336, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488342, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

О преимуществах публичного листинга для самих компаний уже сказано достаточно много, но мы хотели бы акцентировать внимание на вопросах соблюдения прав миноритарных акционеров. И здесь следует сделать вывод о том, что для них размещение акций компании на фондовой бирже — это скорее благо.

Во-первых, действительно, при прочих равных условиях ликвидность инвестиций все же повышается.

Во-вторых, размещая свои акции на бирже, компания вынуждена отвечать требованиям регулирующих органов и самой биржи в отношении раскрытия информации, предоставления регулярной отчетности и т.п.

В-третьих, становясь публичной, компания не может не задуматься о необходимости формирования внятной и стабильной дивидендной политики.

Все эти факторы напрямую оказывают положительное влияние на соблюдение интересов миноритарных акционеров.

Функции совета директоров

Главным элементом в создании эффективно действующей системы корпоративного управления является формирование в компании компетентного органа, обеспечивающего взаимодействие акционеров и топ-менеджеров компании. Таким органом должен стать совет директоров. По российскому законодательству совет директоров должен создаваться во всех акционерных обществах с числом акционеров более 50. В акционерных обществах с числом акционеров менее 50 функции совета директоров может выполнять общее собрание акционеров.

В общем виде функции совета директоров можно свести к следующим направлениям:

- формирование и анализ долгосрочной стратегии развития компании;
- контроль и оценка деятельности менеджеров высшего звена;
- защита прав и законных интересов акционеров.

Недавний кризис 2008 г. проявил одну из главных проблем современных корпораций — проблему управления рисками. Так, большинство исследователей[1] склоняются к мысли о том, ключевыми функциями совета директоров являются: четкое определение уровня толерантности к риску; выявление источников рисков; обеспечение создания и поддержания системы комплексного управления рисками в компании, а также формирование такой системы мотивации топ-менеджмента и персонала компании, которая ориентировала бы их на приоритетное достижение целей долгосрочного роста компании. Члены совета директоров должны отдавать себе отчет в том, что уровень рисков, принимаемых компанией, — это производная от тех целей, над достижением которых она работает. Эти вопросы особенно актуальны для организаций финансовой сферы, в частности банков. Как показывают исследования, факторы, спровоцировавшие кризис, кроются в том числе в существующей системе корпоративного управления, а именно системе мотивации топ-менеджеров и персонала. События, произошедшие с такими компаниями, как BP, Airbus, а также банками Société Générale и UBS, обнажили существующую проблему. Современная система мотивации персонала провоцирует работников и руководство компаний принимать максимальные риски, зачастую неоцениваемые в комплексе; системы риск-менеджмента оказываются неэффективными. Таким образом, требования обеспечения целостности систем отчетности и контроля за достижением поставленных целей побуждают совет директоров устанавливать жесткие и ясные границы ответственности и подотчетности внутри организации, а также контроля за действиями менеджеров среднего звена.

[1] *Kirkpatrick G.* The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. URL: http://www.oecd.org

польз. №486952; dt: 1569488342, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488348, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Надлежащее исполнение советом директоров своих главных функций зависит от нескольких факторов, таких как количественный состав совета директоров, соотношение между членами совета директоров различных категорий, совмещение или, напротив, отделение обязанностей председателя совета директоров и генерального директора и др.

Каков должен быть состав совета директоров? Здесь отсутствует единство в подходах. Универсальная формула такова: совет должен быть не слишком маленьким, чтобы быть в состоянии обеспечивать независимость и экспертный потенциал, и не слишком большим, чтобы не утратить эффективности. В обычных ситуациях совет должен иметь от 5 до 15 членов. В настоящее время зарубежные исследователи отмечают в целом тенденцию к сокращению средней численности директоров до 11 человек (табл. 2.2).

Таблица 2.2
Численность членов советов директоров в крупнейших российских компаниях (данные на 01.07.2012)

Компания	Общая численность совета директоров
ОАО НК «Роснефть»	9
ОАО «НЛМК»	9
ОАО «Полюс Золото»	9
ОАО «Уралкалий»	9
ОАО «Евраз»	10
ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»	10
ОАО «Интер РАО ЕЭС»	11
ОАО «Аэрофлот»	11
ОАО «ЛУКОЙЛ»	11
ОАО «Газпром»	11
ОАО «Автоваз»	12
ОАО ГМК «Норильский никель»	13
ОАО «Мосэнерго»	13
ОАО «Татнефть»	15
ОАО «Русал»	18

Источник: сайты компаний.

К членам совета директоров предъявляются высокие требования, прежде всего в отношении знаний и опыта. Так, для формирования и анализа действенной корпоративной стратегии требуются прежде всего такие качества, как интуиция, предвидение, способность проникнуть в суть происходящих экономических процессов и увидеть общую картину. Здесь уже не столь важно детальное знание конкретных производственных процессов и специфики отдельных рыночных сегментов. В связи с этим особо ценится, если член совета директоров имеет опыт работы в качестве генерального директора, кризисного управляющего; владеет знаниями в области финансов, бухгалтерского учета, международного рынка; обладает представлением о специфике отрасли, в которой работает ком-

польз. №486952; dt: 1569488348, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488355, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

пания, а также располагает контактами и связями, которые могут быть полезны компании.

Как правило, существует три категории членов совета директоров:

1) независимые директора;
2) неисполнительные (внешние) директора (члены совета, которые не работают в компании, но и не являются независимыми);
3) исполнительные (внутренние) директора (члены совета директоров, которые работают в компании, ее дочерних или зависимых компаниях).

Следует отметить, что в последние годы крупные иностранные корпорации уделяют очень серьезное внимание проблемам формирования совета директоров.

В настоящее время в мире используются две основные модели корпоративного управления. Англо-американская действует помимо Великобритании и США также в Бельгии, Ирландии, Италии, Португалии, Испании, Австралии, Индии, Новой Зеландии, Канаде, ЮАР. Англо-американская модель характерна для тех стран, где сформировалась рассредоточенная структура акционерного капитала, т.е. преобладает множество мелких акционеров. Эта модель подразумевает существование единого совета директоров, избираемого акционерами, который наделен широкими полномочиями как в сфере текущего руководства, так и надзорных процедур. Совет директоров назначает топ-менеджеров компании. В данной модели совет директоров формируется из различных категорий директоров: независимых, неисполнительных и исполнительных, которые надлежащим образом уже распределяют полномочия между собой. Независимые директора выполняют в основном надзорные функции, а исполнительные — курируют решение управленческих задач.

Германская модель характерна прежде всего для самой Германии и таких стран континентальной Европы, как Австрия, Нидерланды, Дания. Данная модель развивается на базе концентрированной структуры акционерного капитала, другими словами, когда существуют несколько крупных акционеров. В этом случае система управления компанией имеет два уровня: наблюдательный совет и правление. Наблюдательный совет формируется из неисполнительных и независимых директоров, т.е. представителей акционеров, кредиторов, контрагентов, профсоюзов, а также сотрудников компании. Наблюдательный совет в основном выполняет только надзорные функции. Правление, членами которого являются топ-менеджеры, представляет собой исполнительный орган.

Однако не во всех странах настолько четко выражены черты конкретной модели. В таких странах, как Финляндия, Франция, Норвегия, Швейцария и Россия, возможно существование элементов и той и другой модели.

Так, российский Кодекс корпоративного поведения высказывает следующие рекомендации по структуре совета директоров:

- исполнительные директора не могут составлять более одной четвертой от числа членов совета директоров;
- независимым директорам должно быть предоставлено не менее трех мест в составе совета директоров.

Учитывая изложенное, в России в соответствии с законом к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) акционерного общества относятся следующие вопросы:

1) определение приоритетных направлений деятельности общества;
2) созыв годового и внеочередного общих собраний акционеров;
3) утверждение повестки дня общего собрания акционеров;
4) определение даты составления списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров;

польз. №486952; dt: 1569488355, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488372, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

5) размещение обществом облигаций и приобретение размещенных обществом акций, облигаций;
6) образование исполнительного органа общества и досрочное прекращение его полномочий (если входит в компетенцию);
7) рекомендации по размеру дивиденда по акциям;
8) использование резервного фонда и иных фондов общества;
9) создание филиалов и открытие представительств общества;
10) принятие решений об участии и о прекращении участия общества в других организациях.

В рамках совета директоров рекомендуется создавать комитеты для предварительного рассмотрения наиболее важных вопросов, относящихся к компетенции совета директоров:

- комитет по стратегическому планированию способствует повышению эффективности деятельности общества в долгосрочной перспективе;
- комитет по аудиту обеспечивает контроль совета директоров за финансово-хозяйственной деятельностью общества;
- комитет по кадрам и вознаграждениям способствует привлечению к управлению обществом квалифицированных специалистов и созданию необходимых стимулов для их успешной работы;
- комитет по урегулированию корпоративных конфликтов способствует предотвращению и эффективному разрешению корпоративных конфликтов.

Ситуация последних лет свидетельствует о повышении роли совета директоров в сфере управления рисками в корпорации, в частности о необходимости создания комитета по рискам. В состав членов комитета должны входить специалисты, имеющие соответствующие теоретические знания и практический опыт в сфере управления рисками. Чрезвычайно важно соблюдать четкое разделение функций при осуществлении деятельности таких комитетов, как комитет по аудиту и комитет по рискам.

Как показывает практика, наиболее эффективно будет действовать совет директоров, деятельность которого основывается на следующих принципах:

- наличие в составе совета директоров независимых членов, не являющихся топ-менеджерами компании;
- увязка интересов членов совета директоров и топ-менеджеров компании с интересами акционеров, создание системы мотивации, которая, как правило, базируется на опционах на акции компании;
- финансовая и управленческая прозрачность, открытость компании;
- учет интересов всех групп акционеров (владельцев крупных пакетов и миноритариев), справедливое отношение ко всем акционерам;
- принятие решений с учетом осознания социальной ответственности компании (охрана окружающей среды, социальная защита работников, способствование экономическому развитию региона, в котором работает компания, и др.).

Текущее управление в акционерном обществе

Текущее управление в акционерном обществе осуществляется исполнительными органами. Это может быть единоличный исполнительный орган (генеральный директор) или единоличный и коллегиальный исполнительный орган (правление). Исполнительные органы в своей деятельности подчиняются совету директоров и общему собранию акционеров. В большинстве не очень крупных акционерных обществ текущее управление возложено на единоличный исполнительный орган — генерального директора. Сейчас даже в российской

польз. №486952; dt: 1569488372, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488378, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

практике часто используется англоязычный термин CEO (Chief Executive Officer). Обычно на эту должность назначаются лица, имеющие профильное высшее образование и существенный опыт работы на руководящих должностях в соответствующей профилю предприятия отрасли.

Как правило, к функциям генерального директора относятся:

- обеспечение выполнения решений общего собрания акционеров и совета директоров;
- руководство в соответствии с действующим законодательством производственно-хозяйственной и финансово-экономической деятельностью предприятия;
- вопросы взаимодействия с дочерними и зависимыми обществами, филиалами и представительствами;
- организация работы и эффективного взаимодействия всех структурных подразделений акционерного общества;
- организация разработки и утверждение внутренних документов компании;
- заключение договоров, соглашений; открытие счетов; выдача доверенностей;
- обеспечение выполнения предприятием всех обязательств перед бюджетами разных уровней, государственными внебюджетными фондами, поставщиками, кредиторами, клиентами;
- решение вопросов кадрового обеспечения предприятия, в том числе составление и утверждение штатного расписания, прием на работу и увольнение работников;
- предъявление претензий и исков от имени акционерного общества.

Далее вопросы построения организационной структуры предприятия зависят от многих факторов, таких как сфера деятельности; тип и номенклатура выпускаемой продукции; масштабы предприятия; рынки, на которые выходит предприятие в ходе своей хозяйственной деятельности; информационные потоки внутри фирмы и т.п. Проблема выбора и построения организационной структуры, подходящей именно данному конкретному предприятию, требует серьезного внимания со стороны руководства[1]. Приведем наиболее распространенную в настоящее время функциональную организационную структуру, в рамках которой распределение работ происходит по функциям (рис. 2.3). Организация делится на элементы, каждый из которых имеет свои функции и задачи.



Рис. 2.3. Функциональная организационная структура

В рамках данного учебника мы подробнее рассмотрим функционал финансового директора (Chief Financial Officer, CFO). Изначально данная позиция предполагала очень ограниченный перечень задач, касающихся в основном управления денежными потоками. Данные вопросы традиционно совместно решали генеральный директор и главный бухгалтер, а в штате компании предусматривался финансово-экономический или планово-экономический отдел. Постепенно, начиная с первой половины XX в. на Запа-

[1] Подробно данные вопросы рассмотрены в книге «7 нот менеджмента. Настольная книга руководителя / под. ред. В.В. Кондратьева. 7-е изд., перераб. и доп. М. : Эксмо, 2008.

польз. №486952; dt: 1569488378, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488385, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

де развитие бизнеса потребовало наличия отдельного квалифицированного менеджера, ответственного исключительно за финансовые вопросы. Этому способствовал целый ряд факторов. Например, в начале века отмечалось бурное развитие финансового рынка вообще и рынка ценных бумаг в частности. Кризис 1930-х гг. потребовал специальных знаний в области управления ликвидностью и оценки кредитоспособности контрагентов. В следующем десятилетии на первый план вышли проблемы планирования денежных потоков, бюджетирования и оценки инвестиционной привлекательности. 1950-е годы ознаменовались развитием экономико-математических методов; именно в этот период чрезвычайно популярной становится концепция временной стоимости денег. Такие условия потребовали от финансовых служб новых навыков, знаний в данной области. В 1960–70-е годы на первый план вышли вопросы управленческого учета; начали развиваться модели оптимизации денежных и материальных запасов. Конец XX в. — эпоха бурного развития новых финансовых рынков и инструментов, финансового инжиниринга. Этот период характеризовался такими тенденциями, как *глобализация* (процесс стирания границ между национальными рынками, интеграция финансовых инструментов, участников рынка); *секьюритизация* (процесс превращения необращаемой задолженности в обращаемые ценные бумаги); *дезинтермедиация* (стремление участников финансового рынка действовать напрямую, устранив коммерческие банки как финансовых посредников). В последние годы (после кризиса 2008 г.) на первый план выходят проблемы оценки и управления рисками.

Таким образом, происходило развитие функционала финансовых служб предприятий, появилась необходимость введения в штатное расписание должности финансового директора. В современных условиях финансовый директор — это одна из ключевых фигур в компании.

Фактически финансовый директор — второе лицо в компании после генерального директора. Однако вопросы подчиненности финансового директора могут решаться в разных компаниях по-разному. Как правило (и для нашей страны данная ситуация наиболее типична), финансовый директор напрямую подчиняется единоличному исполнительному органу управления акционерного общества (как это показано на рис. 2.1). Но следует иметь в виду, что данная ситуация может провоцировать конфликты и конфронтацию между этими топ-менеджерами. За рубежом встречаются иные варианты организационной структуры и подчиненности. Наиболее целесообразна, на наш взгляд, практика одновременного подчинения финансового директора и совету директоров, и генеральному директору. Имеют место и другие варианты. Например, финансовый директор подчиняется совету директоров или даже напрямую акционерам.

Здесь же необходимо отметить и вопросы взаимодействия финансового директора и главного бухгалтера. Российское законодательство предусматривает, что главный бухгалтер несет ответственность за ведение бухгалтерского учета и составление отчетности на предприятии и подчиняется непосредственно генеральному директору. Однако практика свидетельствует о том, что на большинстве предприятий бухгалтерия со всеми ее функциями органично включается в финансовый блок, которым руководит финансовый директор.

2.3. Кодекс корпоративного управления в условиях глобализации финансовых рынков

Очевидно, что не существует и не может существовать единой модели надлежащего корпоративного управления. Это связано с различиями в правовых системах, институцио-

польз. №486952; dt: 1569488385, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488391, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

нальных структурах и традициях разных странах мира. Тем не менее попытки сформулировать единообразные подходы к корпоративному управлению предпринимаются. Их польза бесспорна в условиях глобализации финансовых рынков, усиления тенденций трансграничного инвестирования, стремления к выработке единообразных подходов к представлению финансовой информации, в частности внедрению Международных стандартов финансовой отчетности.

В 1990-х годах наметилась тенденция к усилению роли саморегулирования в области корпоративного законодательства. Это выражалось в создании норм корпоративного поведения, этики ведения бизнеса, которые устанавливаются самой компанией не по принуждению государственных регулирующих органов, а как ответ на меняющиеся реалии жизни. Естественно, внутренние корпоративные нормы ни в какой мере не заменяют нормы корпоративного законодательства. Но они гармонично дополняют их и действуют в тех сферах, где регулирование нормами законодательства неэффективно или не достигает желаемой цели.

Первым документом, осветившим проблемы создания эффективной системы корпоративного управления, принято считать Кодекс наилучшей практики (The Code of Best Practice), подготовленный группой британских экспертов под руководством Адриана Кэдбери (Кодекс Кэдбери) в 1991 г. Далее последовала серьезная работа по разработке аналогичных документов и в других странах Европы, США, Канады. В подготовке такого рода документов участвовали и представители регулирующих органов, и саморегулируемых организаций, и фондовых бирж, и институциональных инвесторов, и самих компаний (например, «Основные направления и проблемы корпоративного управления», подготовленные в 1994 г. советом директоров «Дженерал моторз»).

Важным этапом в работе по созданию современных требований к системе корпоративного управления явились разработка и принятие Организацией по экономическому сотрудничеству и развитию (ОЭСР) в 1999 г. Принципов корпоративного управления. В настоящее время действует редакция данного документа 2004 г. Данные принципы основаны на опыте государств — членов ОЭСР, которые предпринимали подобные попытки в национальных масштабах. На современном этапе — это наиболее полный и авторитетный документ в сфере корпоративного управления. Его подписали более 100 стран мира. Принципы корпоративного управления — это документ, не имеющий силы нормативного правого акта, в нем сформулированы стандарты и надлежащая практика, а также рекомендации по их внедрению, которые могут применяться и быть адаптированы с учетом специфики и условий конкретных стран.

В этом документе сформулировано шесть основных принципов корпоративного управления.

1. Создание основы эффективной системы корпоративного управления. В основе данного принципа лежит следующее. Система корпоративного управления должна способствовать развитию прозрачных и эффективных рынков, не противоречить принципу законности и четко определять разделение обязанностей между различными надзорными, регулирующими и правоохранительными органами. Эффективным способом для воплощения данного принципа являются консультации между государственными регулирующими органами и корпорациями, их представительными организациями, а также иными заинтересованными сторонами.

польз. №486952; dt: 1569488391, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488397, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

2. Права акционеров и основные функции собственников. Данный принцип предполагает, что система корпоративного управления должна защищать права акционеров и способствовать их реализации. Основные права акционеров должны включать в себя:

- право на надежные способы подтверждения права собственности, а также передачи акций;
- получение достоверной, актуальной и существенной информации о корпорации на регулярной основе;
- возможность участия и голосования на общих собраниях акционеров, включая вопросы избрания и отстранения членов совета директоров;
- право на участие в прибылях корпорации, т.е. должен быть установлен прозрачный и понятный акционерам механизм определения размера дивидендов и их выплаты, также им должна предоставляться достаточная информация для формирования точного представления о наличии условий для выплаты дивидендов.

Согласно данному принципу следует способствовать реальному участию акционеров в принятии ключевых решений, связанных с корпоративным управлением, таких как выдвижение и избрание членов совета директоров. Акционеры должны иметь возможность задавать вопросы и выражать свое мнение по поводу политики вознаграждения членов совета директоров и топ-менеджеров. Акционеры должны иметь возможность голосовать лично либо заочно, и голоса, отданные лично и заочно, должны иметь равную силу.

3. Равенство условий для акционеров. Этот принцип указывает на то, что система корпоративного управления должна обеспечивать равенство условий для всех акционеров, включая миноритарных и иностранных акционеров. Всем акционерам должна быть предоставлена возможность получить эффективную защиту в случае нарушения их прав. Также в данном принципе указывается на однозначный запрет на совершение сделок с использованием инсайдерской информации и неправомерных сделок в личных интересах.

4. Роль в корпоративном управлении заинтересованных лиц. Четвертый принцип призван защитить права заинтересованных лиц, а также указывает на необходимость поощрять активное сотрудничество между корпорациями и заинтересованными сторонами в создании материальных ценностей и рабочих мест. Следует обеспечить возможность выработки механизмов, направленных на участие в управлении работников компании с целью повышения эффективности ее деятельности. Также система корпоративного управления должна дополняться нормативными актами в области банкротства и исполнения прав кредиторов.

5. Раскрытие информации и прозрачность. Это один из важнейших принципов, поэтому на нем стоит остановиться подробнее. Система корпоративного управления должна обеспечивать своевременное и достоверное раскрытие информации по всем существенно важным вопросам, касающимся компании, включая финансовое положение, результаты деятельности, собственность и управление.

Раскрываемая информация должна включать в себя следующие существенные сведения:

1) финансовые и хозяйственные результаты деятельности компании;
2) задачи компании;
3) права крупных акционеров и права голоса;
4) политика вознаграждения членов совета директоров и топ-менеджеров и сведения о членах совета директоров, включая сведения об их квалификации, процессе избрания, членстве в советах директоров других компаний, а также информация о том, являются ли они независимыми членами совета директоров;

польз. №486952; dt: 1569488397, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488403, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

5) сделки с аффилированными лицами;
6) предсказуемые факторы риска;
7) вопросы, касающиеся работников и других заинтересованных лиц;
8) структура и политика управления, в частности содержание кодекса корпоративного управления либо политика и процедура его осуществления.

Подготовку сведений и их раскрытие следует осуществлять в соответствии с высокими стандартами учета и раскрытия финансовой и нефинансовой информации.

Компания должна проводить ежегодный аудит, который следует поручить независимому, компетентному и квалифицированному аудитору. При этом внешний аудитор должен нести ответственность перед акционерами и при проведении аудита обязан соблюдать должную профессиональную осторожность.

Система корпоративного управления должна быть дополнена эффективным подходом, допускающим и содействующим аналитической и консультационной работе аналитиков, брокеров, рейтинговых агентств и других лиц, необходимой для принятия решений инвесторами, свободными от существенных конфликтов интересов, которые могли бы скомпрометировать объективность их анализа и рекомендаций.

6. Обязанности совета директоров. Последний принцип формулирует основные требования к работе членов совета директоров, которые сводятся к следующему:

- члены совета директоров должны действовать на основе полной информированности, добросовестно, с должной тщательностью и исключительно в интересах компании и акционеров;
- в своей работе совет директоров должен руководствоваться этическими нормами, учитывая интересы заинтересованных лиц;
- совет директоров должен иметь возможность выносить объективное независимое суждение по корпоративным вопросам.

Характеризуя масштабы озабоченности мирового сообщества проблемами корпоративного управления и степень внимания, которое уделяется решению данной проблемы на различных уровнях: международном, национальном, корпоративном, следует упомянуть и Модельный кодекс корпоративного управления Евразийского экономического сообщества (ЕврАзЭС), который был принят 7 ноября 2008 г. Он отражает общую основу для развития системы корпоративного управления в странах — членах ЕврАзЭС. Основополагающими принципами Модельного кодекса являются:

- защита прав акционеров и равное отношение к акционерам;
- стратегическое управление компанией органом управления и исполнительным органом, а также эффективная кадровая политика;
- объективное раскрытие информации о деятельности компании и прозрачность;
- деловая этика в структуре корпоративного управления;
- охрана окружающей среды;
- эффективная политика регулирования корпоративных конфликтов.

В настоящее время в мире насчитывается более 100 подобного рода документов. Основу их содержания составляют рекомендации по основным компонентам корпоративного управления, таким как подготовка и проведение собрания акционеров, формирование и обеспечение эффективной работы совета директоров, контроль за деятельностью исполнительных органов акционерного общества, раскрытие информации о деятельности акционерного общества, подготовка и реализация стратегических корпоративных решений и др. Российский Кодекс корпоративного поведения в данном случае не является исключением. Он был создан по инициативе Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ныне

польз. №486952; dt: 1569488403, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488410, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

данные функции выполняет Банк России) в 2002 г. и в целом базируется на Принципах корпоративного управления ОЭСР.

Руководствуясь требованиями существующей нормативно-правовой базы, принимая во внимание рекомендации, принципы и стандарты, выработанные авторитетными экспертами и изложенные в модельных документах, воплощая собственные представления о корпоративном управлении, учитывая индивидуальные особенности развития компании, а также требования заинтересованных сторон (например, фондовых бирж[1], крупных кредиторов и др.), акционерные общества разрабатывают внутренние документы — кодексы корпоративного управления. Как упоминалось ранее, первым таким документом были «Основные направления и проблемы корпоративного управления», подготовленные в 1994 г. советом директоров «Дженерал моторз». В настоящее время большинство крупных открытых акционерных обществ разрабатывают и внедряют в жизнь собственные стандарты корпоративного управления. Как правило, данный документ является открытым для широкой аудитории и публикуется компанией на собственном корпоративном сайте.

Текущее управление в акционерном обществе

Исходя из всего рассмотренного нами в предыдущих разделах настоящей главы, можно прийти к очевидному выводу. Акционеры компании напрямую заинтересованы в создании эффективной системы корпоративного управления. Следовательно, этот факт не может не отразиться и на стоимости компании. Ранее мы уже отмечали, что акционеры готовы выплачивать премию к цене акций компаний с хорошим уровнем корпоративного управления. Вопрос только в следующем: как инвестор может оценить, а главное, сравнить практику корпоративного управления в различных акционерных обществах? Существующие исследования[2] в основном базируются на рейтингах корпоративного управления, которые проводятся специальными агентствами. Рейтинги корпоративного управления — это относительно новое явление, впервые к таким исследованиям обратились в конце 90-х гг. XX в. после скандалов с Enron, Worldcom, Tyco. Наиболее распространенными в российской практике в настоящее время являются такие рейтинги корпоративного управления, как рейтинг GAMMA[3] компании «Стандарт энд Пурс», который был единственным рейтингом корпоративного управления вплоть до 2011 г. на российском рынке. В настоящее время можно отметить рейтинг качества управления «Эксперт РА», а также Национальный рейтинг корпоративного управления Российского института директоров.

Рейтинг GAMMA. Рейтинг GAMMA представляет собой оценку нефинансовых рисков, влияющих на стоимость акций компании. Иными словами, данный рейтинг — это независимое экспертное мнение о возможных совокупных потерях стоимости или упущенных возможностях по созданию стоимости в результате неэффективного корпоративного управления. При выставлении рейтинга проводится анализ четырех основных компонентов:

---

[1] В качестве пояснения следует привести пример. В Великобритании Управление финансовых услуг совместно с Лондонской фондовой биржей разработали требования к системе корпоративного управления для эмитентов, планирующих размещать свои акции на данном организованном рынке. Здесь же можно упомянуть и российские биржи, которые включают в котировальный лист А1 акции только тех компаний, которые соблюдают положения российского Кодекса корпоративного поведения. Такая практика принята во многих странах и на многих торговых площадках.

[2] См., напр.: Исследование практики корпоративного управления в России: сравнительный анализ по итогам 2004–2009 гг. Новые тенденции в 2009 году. URL: http://www.rid.ru

[3] GAMMA — Governance, Accountability, Management metrics, Analysis (управление, подотчетность, менеджмент, анализ).

польз. №486952; dt: 1569488410, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488417, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

1) влияние акционеров (структура собственности; отношения между владельцами крупных пакетов акций; наличие возможности использования трансфертного ценообразования на условиях, отличных от рыночных);
2) права акционеров (порядок проведения собраний акционеров и голосования на них; обеспечение прав собственности; меры защиты от поглощений);
3) прозрачность, аудит и корпоративная система управления рисками (своевременное и полное раскрытие информации об операционных и финансовых результатах деятельности компании и практике корпоративного управления; открытость процесса организации, проведения и представления результатов аудита; наличие системы управления корпоративными рисками);
4) эффективность работы совета директоров, стратегический процесс и системы вознаграждения (способность совета директоров осуществлять независимый контроль; культура стратегического мышления; подотчетность руководства акционерам и заинтересованным лицам; оценка системы мотивации и вознаграждений топ-менеджеров).

Рейтинг GAMMA присваивается по шкале от 1 до 10, где 10 является наивысшим баллом. По усмотрению компании рейтинг GAMMA может быть публичным или конфиденциальным.

Рейтинг качества управления «Эксперт РА». Рейтинг отражает мнение о системе качества управления и соблюдении прав заинтересованных лиц (stakeholders). Методика выставления рейтинга предполагает оценку качества управления по следующим компонентам:

- права акционеров;
- состав и эффективность работы органов управления и контроля;
- раскрытие информации, деятельность в интересах иных заинтересованных лиц;
- корпоративная социальная ответственность;
- эффективность деятельности и розничные позиции.

Могут также выделяться и стресс-факторы, которые способны повлечь резкое и значительное снижение платежеспособности корпорации либо отзыв лицензии. К стресс-факторам могут быть отнесены:

- риски регулирования и надзора;
- конфликт менеджмента и собственников;
- конфликт собственников.

Так же как и в рейтинге GAMMA, шкала имеет 10 рейтинговых классов: от самого высокого (10 баллов) до самого низкого (1 балл). Если показатели качества управления компании выше средних для соответствующего класса, то к ее рейтинговому классу добавляется знак «+».

Похожие подходы используются и при выставлении **Национального рейтинга корпоративного управления**. Его результаты приведены в табл. 2.3.

Таблица 2.3
Национальный рейтинг корпоративного управления

Компания	Рейтинг	Дата
ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»	8	25.09.2014
ОАО «АФК «Система»	8	13.10.2014
ОАО «ТрансКонтейнер»	8	19.11.2014
ОАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»	7+	28.08.2014
ОАО «МРСК Центра»	7+	19.08.2014
ОАО «Ростелеком»	7+	06.12.2013
ОАО «РусГидро»	7+	22.02.2013
ОАО Банк ВТБ	7+	15.12.2014

польз. №486952; dt: 1569488417, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488423, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Компания	Рейтинг	Дата
ОАО «МРСК Волги»	7+	26.08.2013
ОАО «ФСК ЕЭС»	7+	27.02.2014
ОАО «МРСК Юга»	7	20.11.2013
ОАО «Аэрофлот — российские авиалинии»	6+	25.11.2013
ОАО «НГК «Славнефть»	6+	25.12.2014
ОАО «Сетевая компания»	6	02.10.2014
ОАО «НПК «Уралвагонзавод»	5+	19.11.2014

Источник: http://rid.ru/nacionalnyj-rejting/rezultaty-nrku

Ключевые термины

- Акция.
- Обыкновенная акция.
- Привилегированная акция.
- Имущественные права.
- Неимущественные права.
- Портфельные инвесторы.
- Публичная компания.
- Кодекс корпоративного управления.
- Рейтинги качества корпоративного управления.

Контрольные и дискуссионные вопросы и задания

1. Какие типы членов совета директоров бывают? Кто такой независимый директор? Сформулируйте критерии зависимости/независимости? Как вы считаете, каким должно быть количество независимых директоров в совете? Почему? Представьте идеальную, на ваш взгляд, структуру совета директоров (по составу, количеству, квалификации, компетенциям, функциям и т.п.) для любого из существующих российских акционерных обществ и объясните свой выбор.
2. По Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» изучите порядок выпуска и обращения такой ценной бумаги, как опцион эмитента. В каких случаях акционерное общество прибегает к выпуску этих ценных бумаг? Каким образом выпуск опционов эмитента позволяет решить некоторые проблемы корпоративного управления в акционерном обществе? Приведите примеры и проанализируйте результаты реализованных опционных программ российских и зарубежных акционерных обществ.
3. Как вы считаете, какая модель совета директоров (англо-американская или германская) обеспечивает наиболее эффективное управление? Можно ли дать однозначный ответ на этот вопрос? От каких факторов это зависит? Обоснуйте свой ответ.
4. Проведите сравнительный анализ содержания российского Кодекса корпоративного управления и Принципов корпоративного управления ОЭСР. Попытайтесь объяснить отличительные черты, акценты каждого из документов с точки зрения практических аспектов и национальных особенностей корпоративного управления.

польз. №486952; dt: 1569488423, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488428, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Какие поправки и дополнения, по вашему мнению, необходимо внести в каждый из документов?

5. Проанализируйте принципы выставления рейтингов корпоративного управления. Нужны ли такие рейтинги и кто, по вашему мнению, является основным пользователем данной информации?
6. Объясните тот факт, что фондовые биржи при включении ценных бумаг в листинг требуют от эмитентов наличия такого внутреннего документа, как Кодекс корпоративного управления, а также соблюдения эмитентом принципов корпоративного управления. В чем смысл этих требований?

польз. №486952; dt: 1569488428, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488436, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 3

Финансовая информация и ее диагностика

Изучив данную главу, вы ознакомитесь с местом и ролью финансовой информации в современном мире, а также:

- узнаете модели и стандарты раскрытия корпоративной финансовой информации;
- познакомитесь с зарубежными и российскими тенденциями в области финансового репортинга;
- поймете специфические правила чтения финансовой информации от экспресс-диагностики до развернутого фундаментального и технического анализа;
- познакомитесь с историей развития финансовой аналитики — от бухгалтерской традиции финансового анализа до современных финансовых измерений.

3.1. Финансовая информация: понятие, особенности, институты

Финансовая информация — это сведения финансового характера, имеющие предметное содержание и предназначенные для снятия неопределенности и принятия финансовых решений. Поскольку это понятие производно от информации, к нему предъявляются общие требования, характерные для данных, потенциально несущих информацию:

- достоверность (надежность источника);
- релевантность (существенность);
- своевременность (информация финансового характера чрезвычайно мобильна, и актуальными могут быть лишь текущие данные);
- необходимая достаточность (чрезмерный бессистемный информационный поток может захлестнуть пользователя, его нельзя проанализировать и разумно использовать);
- достаточная точность (для финансового менеджера достаточно округленных показателей и агрегированных данных, но обязательно точных).

Ключевыми признаками финансовой информации являются[1]:

- большие массивы данных;
- цикличность движения, обусловленная особенностями кругооборота капитала;
- многообразие источников и потребителей;
- преимущественно стоимостные измерители;
- параллелизм в обеспечении (многократность подтверждения): высокая цена ошибок обусловливает необходимость и оправданность запараллеливания данных;

[1] *Суворова Т.П.* Совершенствование работы с финансовой информацией на макро- и микроуровне ; дисс. … к.э.н. М. 2009. С. 29–36

польз. №486952; dt: 1569488436, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488446, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- наличие логических зависимостей, что позволяет формализовать бизнес-процессы и их составляющие на основе эконометрики или финансовой математики;
- вариабельность оценок в зависимости от применяемых цен (фактических, сопоставимых, отпускных, трансфертных и т.п.), расчетной валюты, стандарта оценки, учетной политики и т.д.;
- волатильность (изменчивость) динамических характеристик;
- особая значимость в средствах визуализации не столько графика изменений, сколько тренда (вектора) изменений;
- специфические правила чтения информации, предусматривающие методологию финансового анализа.

В современном экономическом обороте используется множество источников финансовой информации, способов ее раскрытия и интерпретации. Разнообразие финансовой информации и растущая значимость в современной хозяйственной среде обусловили ее выделение в самостоятельный вид экономической деятельности — **рынок финансовой информации**, где последняя (включая биржевую и корпоративную информацию) является главным объектом купли/продажи.

К сведению

Принято считать, что первой в мире службой финансовой информации стала фирма Quotron Systems (1957). В настоящее время в мире действует около 50 телекоммуникационных служб финансовой информации, ориентированных на финансовые и товарные рынки, которые обеспечивают доступ к данным по разнообразным финансовым инструментам. Это высококонцентрированный рынок, и ведущую роль на нем играют наиболее крупные международные агентства финансовой информации: Reuters, Dow Jones, Tenfore, CQG International, Bloomberg.

Перечисленные агентства являются активными участниками российского финансового рынка: поставляют свои продукты российским компаниям и работают с информацией ММВБ, РТС, ОФЗ, МКО, облигациями и др. Продаваемые этими агентствами информационные продукты включают не только финансовую информацию (базы данных), но и информационную платформу, аналитический пакет с визуализацией данных, быстродействующие коммуникационные системы. При этом поставляемые информационные продукты постепенно приобретают русскоязычный интерфейс.

Российский рынок финансовой информации начал формироваться в 1990–1994 гг. по мере появления первых российских информационных агентств, транслирующих информацию о важных финансово-экономических, политических и других общественно-значимых событиях. В 1995–1996 годы появились первые российские системы распространения биржевой информации. В 1999–2000 годы с появлением интернет-трейдинга и ростом числа инвесторов увеличилось количество потребителей информации о рынках валют и ценных бумаг, эмитентах и т.п. В настоящее время крупнейшими национальными службами финансовой информации являются:

- Мультимедийный холдинг «РосБизнесКонсалтинг» (RBC), владеющий 20 интернет-ресурсами и сервисами, ориентированными на различные аудитории;
- Международная информационная группа «Интерфакс», включая Информационное агентство «Финмаркет», Информационно-аналитическую базу данных корпоративной информации СПАРК, Центр экономического анализа и другие информационные службы и структурные подразделения;

польз. №486952; dt: 1569488446, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488452, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

• Инвестиционный холдинг «ФИНАМ», включая ЗАО «ФИНАМ» (российский брокер), банк «ФИНАМ», управляющую компанию «Финам Менеджмент», инвестиционный фонд FINAM GLOBAL, учебный центр «ФИНАМ» и др.;

Информационно-аналитическое агентство «ПРАЙМ»;

Агентство «Анализ, консультации и маркетинг» (АК&M);

Информационное агентство «МФД-ИнфоЦентр»;

Федеральное агентство финансовой информации (ФАФИ) и др.

К сведению

В целях формирования цивилизованных стандартов раскрытия финансовой информации и создания нормальных условий для конкуренции на национальном рынке в 2000 г. ведущие российские информационные агентства и крупнейшие биржевые площадки учредили Ассоциацию распространителей финансово-экономической информации (АРФЭИ), переименованную позднее в НОА «АРФИ», а затем в Некоммерческое партнерство «АРФИ» (ARFI). Основными целями ассоциации являются:

- улучшение имиджа финансового рынка России;
- повышение информационной прозрачности финансового рынка как составляющей его инвестиционной привлекательности;
- создание условий, обеспечивающих добросовестную конкуренцию;
- представление и защита интересов членов ассоциации;
- обеспечение координации и делового сотрудничества участников рынка.

Описанное формирует институциональную основу рынка финансовой информации, на котором основным объектом купли/продажи является биржевая информация. Вместе с тем большой объем информации приходится на корпоративный сегмент, ее источником является корпоративная отчетность, оказывающая существенное влияние на параметры рынка и основные макроэкономические индикаторы, стандарты раскрытия информации и финансовую культуру в стране.

Корпоративная отчетность — это система показателей имущественного и финансового положения компании, финансовых результатов ее деятельности, стратегии развития и особенностей менеджмента.

В современном деловом обороте корпоративная отчетность выполняет множество функций, поскольку создает условия для:

- финансового анализа и статистических обобщений, финансового планирования и прогнозирования на макро-, мезо- и микроуровнях;
- оценки правильности принятых ранее финансовых решений, поскольку отражает все позитивное и негативное в принятой ранее и реализованной финансовой политике;
- принятия будущих финансовых решений;
- оценки кредитоспособности и получения кредита на приемлемых условиях с целью минимизации стоимости заемных источников финансирования и снижения на этой основе финансового левериджа и затрат;
- использования в PR-менеджменте и позиционировании компаний в деловом сообществе и на финансовом рынке;
- приобретения стратегических партнеров и совершенствования стратегического менеджмента;
- улучшения деловой репутации и получения/повышения рейтинга;

польз. №486952; dt: 1569488452, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488458, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- выхода на IPO и прохождения процедуры листинга;
- повышения инвестиционной привлекательности и принятия инвесторами решения о покупке-продаже ценных бумаг;
- повышения маркетинговой привлекательности и конкурентоспособности, приобретения конкурентных преимуществ;
- выбора поставщиков и оптимизации на этой основе логистики;
- приращения капитала и снижения финансовых рисков;
- оценки и роста рыночной стоимости компании и повышения цены в транзакциях, обусловленных сменой собственника;
- защиты собственности и экономических интересов юридических и физических лиц и т.д.

Являясь информационным продуктом, корпоративная отчетность связывает учетный процесс с его конечной целью — пользователями, принимающими управленческие и (или) финансовые решения. Основные внутренние и внешние пользователи корпоративной финансовой информации приведены в табл. 3.1.

Таблица 3.1
Пользователи корпоративной финансовой информации

Пользователи информации	Интересы
Менеджмент компании	Контроль сохранности имущественного комплекса; обоснование для принимаемых управленческих решений; расчет прибыли и оценка эффективности финансово-хозяйственной деятельности
Персонал компании	Оценка надежности компании как работодателя, стабильности заработной платы и страховых (пенсионных, медицинских) выплат, собственной перспективы занятости
Акционеры	Оценка доходности и прибыльности компании, степени риска инвестиций, перспектив получения дивидендов
Государство, включая законодательные, статистические, регистрирующие и надзорные органы	Обоснование для принятия решений, корректирующих макроэкономическую политику, формирование баз данных для определения отраслевых, региональных, национальных индикаторов, оценка необходимости изменения стандартов учета и отчетности
Налоговые службы	Контроль правильности исчисления налогооблагаемых баз и расчета налогов
Кредиторы	Оценка платежеспособности заемщика, целесообразности кредитных сделок и гарантий возврата кредита, определение условий кредитования
Поставщики	Определение наличия ресурсов для оплаты поставок, оценка надежности и перспективности партнерских отношений
Покупатели	Оценка надежности продавца и перспективы постпродажного обслуживания
Институты фондового рынка	Принятие решения о допуске эмитента к торгам и оценка его надежности
Аудиторы, оценщики и консультанты	Оценка достоверности финансовой информации и разработка рекомендаций
Информационно-аналитические агентства и ассоциации	Подготовка обзоров, оценка тенденций развития, сравнительного анализа компаний и оценка результатов деятельности на отраслевом и региональном уровне
Профсоюзы	Определение требований в отношении заработной платы и условий трудовых соглашений

Источник: Федеральный закон от 6 декабря 2011 г. № 402-ФЗ «О бухгалтерском учете».

польз. №486952; dt: 1569488458, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488463, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В качестве основного источника информации для корпоративной отчетности выступает бухгалтерская отчетность, которая в соответствии с действующими в России регламентами состоит:

- из бухгалтерского баланса;
- отчета о финансовых результатах (ранее — отчет о прибылях и убытках);
- приложений к ним.

К приложениям относятся:

- отчет об изменениях капитала;
- отчет о движении денежных средств;
- иные пояснения.

Состав и содержание пояснений определяются компанией самостоятельно. Как правило, пояснения связаны с числовыми показателями бухгалтерского баланса или отчета о финансовых результатах. Они должны обеспечивать пользователей дополнительными данными, которые необходимы для реальной оценки финансового положения за отчетный период. В частности, пояснения должны раскрывать сведения, относящиеся к учетной политике компании, к информации о рисках хозяйственной деятельности, об инновациях и модернизации производства и др.

Это любопытно

В Европе, по свидетельству Р. Де Рувера, слово «баланс» было впервые применено к финансовым отчетам в 1427 г. независимо от того, были ли эти отчеты на самом деле балансами в современном понимании этого слова[1]. В 1458 году итальянец Бенедетти Котрульи потребовал составлять балансы хотя бы каждые семь лет. В 1494 году итальянцем Лукой Пачоли было введено ежегодное составление баланса. Вместе с тем регулярное составление отчетности начинается в Европе лишь в XIX в. При Наполеоне в 1807 г. был введен Коммерческий кодекс, который сделал обязательным ежегодное составление баланса и отчета по прибылям и убыткам.

В России вплоть до конца XIX в. не уделялось особого внимания логике и технике построения финансового отчета[2]. Первые регламенты отчетности и порядка ее представления датируются концом XIX в., что было обусловлено появлением в стране акционерных обществ[3] и необходимостью унификации налогооблагаемой базы промыслового налога. Так, ст. 473 Устава о промысловом налоге предписывала предприятиям ежегодно публиковать заключительные балансы и извлечения из годовых отчетов в журнале «Вестник финансов». При этом структура отчета, состав статей баланса и способы их оценки не регламентировались.

В целях унификации структуры отчета и налогооблагаемой базы в инструкции от 11 мая 1899 г. по применению Положения о государственном промысловом налоге была поставлена задача разработки единой формы балансового отчета, и собиравшиеся в разное время при Министерстве финансов комиссии неоднократно приступали к ее решению. Однако эта задача так и не была решена. Это объяснялось менталитетом российских предпринимателей и бухгалтеров, стремившихся избежать унификации в учете и, следовательно, прозрачности

[1] *Соколов Я.В.* История развития бухгалтерского учета. М.: Финансы и статистика, 1985. С. 53—54; *Ковалев В.В.* Введение в финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика. 1999. С. 145.

[2] *Ковалев В.В.* Указ. соч. С. 168—176.

[3] Если в 1936 г. в стране насчитывалось всего 10 акционированных предприятий, то в начале XXI в. их насчитывалось 2,5 тыс.

польз. №486952; dt: 1569488463, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488470, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

в контроле сумм причитающегося казне налога. В качестве основного аргумента со стороны предпринимателей и бухгалтеров выдвигался тезис о бесконечном разнообразии индивидуальных особенностей отдельных предприятий, которые не могут вписаться в единообразную форму

К 1910 году десятилетний опыт применения Закона о промысловом налоге рельефно выявил роль подробно и правильно составленных отчетов для исчисления податной прибыли. В этих условиях о необходимости упорядочения отчетности заговорили теоретики, и первым российским ученым, опровергшим бытовавшее в России мнение о невозможности и нецелесообразности структурирования и унификации отчетности, был А.К. Рощаховский. В 1910 г. им была предложена типовая форма баланса акционерного общества[1].

Помимо бухгалтерского баланса, отчета о финансовых результатах и приложений к ним в составе корпоративной отчетности может быть представлено аудиторское заключение, однако на сегодняшний день оно не является обязательной частью бухгалтерской отчетности. Вместе с тем обязательность проведения аудита для определенных компаний сохраняется, как и обязанность публиковать аудиторское заключение вместе с бухгалтерской (финансовой) отчетностью, если такое опубликование является обязательным. Аудит обязателен[2]:

- если компания имеет организационно-правовую форму открытого акционерного общества (ОАО);
- если ее ценные бумаги допущены к обращению на торгах фондовых бирж и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг;
- если объем выручки от продажи товаров, выполнения работ, оказания услуг (за исключением государственных и муниципальных унитарных предприятий, сельскохозяйственных кооперативов и их союзов) за предшествовавший отчетному год превышает 400 млн руб. или сумма активов бухгалтерского баланса по состоянию на конец предшествовавшего отчетному года превышает 60 млн руб.

3.2. Модели и стандарты раскрытия корпоративной финансовой информации. Информационная структура отчетности

В мире различают три основные исторически сложившиеся модели раскрытия финансовой информации.

Англо-американская модель (Великобритания, США, Австралия, Канада и др.) основывается на динамической теории[3] и ориентируется на нужды широкого круга инвесторов. Ее цель — предоставление информации для оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности через определенные промежутки времени посредством определения чистого результата, что обусловливает приоритетность отчета о прибылях и убытках. Эта модель применяется в странах с высоким уровнем развития фондового рынка, регулируется преимущественно профессиональными организациями и допускает широкое применение здравого смысла и профессионального суждения.

---

[1] *Хотинская Г.И., Бокарева Е.В., Макаренко А.А.* Балансовый метод в экономике и финансах: сущность, эволюция, современность (на примере сервисных видов деятельности). Монография. М., 2008.

[2] Федеральный закон от 30 декабря 2008 г. № 307-ФЗ «Об аудиторской деятельности».

[3] *Ширяев В.И.* Динамическая теория фирмы. Моделирование, анализ, управление. Челябинск : ЮУрГУ, 2006.

польз. №486952; dt: 1569488470, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488476, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Континентальная модель (Германия, Австрия, Франция, Швейцария, Италия и др.) основывается на статической теории[1] и ориентируется на кредиторов (взаимоотношения компаний и банков). Ее цель — предоставление информации о покрытии кредиторской задолженности активами по цене возможной продажи, что обусловливает приоритетность баланса. Модель применяется в странах, где основным источником привлеченного капитала является банковский капитал, регулируется преимущественно государственными институтами и предполагает четкое соответствие учета и отчетности установленным правилам.

Восточноевропейская модель (бывшие социалистические страны Восточной Европы) ориентируется на удовлетворение интересов государственных органов как основных пользователей финансовой информации. Модель преследует фискальную цель — контроль налогооблагаемых баз и расчета налогов. Это во многом объясняет тот факт, что среди субъектов рынка (инвесторов, кредиторов) корпоративная финансовая отчетность воспринимается как недостоверная, поскольку не удовлетворяет требованиям этих потенциальных пользователей. До настоящего времени эта модель характерна для российской системы учета и отчетности, несмотря на принятую стратегию по ее гармонизации с международными стандартами.

На основе этих моделей в исторической ретроспективе формировались национальные стандарты раскрытия финансовой информации (IFRS, US GAAP и др.). В последние десятилетия под воздействием глобализации совместными усилиями создается межнациональный стандарт — международный стандарт финансового учета (МСФО), который на начальном этапе ориентировался на опыт США и Великобритании и, следовательно, англо-американские традиции в учете и отчетности. Впоследствии он был усовершенствован с учетом стандартов континентальной Европы, отражающих особенности национальных систем Евросоюза. В настоящее время более 50 ведущих стран мира перешли на МСФО, считая его более высокой ступенью в развитии учета и отчетности. Представленная в этом стандарте информация понятна и сравнима по всему миру и несет в себе значительный прогностический потенциал.

Поскольку концепцией развития учета и отчетности в России принята установка на гармонизацию национального стандарта и МСФО, последующее освещение российского стандарта проводится в сравнительной оценке российских стандартов бухгалтерского учета (РСБУ) и МСФО, в которых в составе корпоративной отчетности формируются следующие основные отчетные формы (табл. 3.2).

Таблица 3.2
Состав форм финансовой отчетности

РСБУ*	МСФО**
Бухгалтерский баланс	Бухгалтерский баланс
Отчет о финансовых результатах	Отчет о прибылях и убытках
Отчет об изменениях капитала	Отчет о движении капитала
Отчет о движении денежных средств	Отчет о движении денежных средств
Пояснения***	Учетная политика и пояснительная записка

* *Источник*: ПБУ 4/99 «Бухгалтерская отчетность организации» утверждено приказом Минфина России от 6 июля 1999 г. № 43н (с изменениями и дополнениями).
** *Источник*: МСФО 1 «Представление финансовой отчетности».
*** Отражают существенную информацию о компании: по статьям, составляющим не менее 5% валюты баланса, и особенностям в методах и технике учета.

[1] *Соколов Я.В.* Бухгалтерский учет: от истоков до наших дней. М. : ЮНИТИ, 1996.

польз. №486952; dt: 1569488476, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488481, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Приведенные данные свидетельствуют о приближении отчетности в стандарте РСБУ по составу и структуре к нормам, принятым в международной практике. Однако до настоящего времени наблюдаются существенные различия в раскрытии данных практически по всем элементам информационной структуры отчетности, и прежде всего в балансе.

Общую логику формирования **баланса** можно представить следующим образом. Любой хозяйствующий субъект начинает деятельность со стартового капитала или собственных источников финансирования. В процессе осуществления деятельности он, как правило, не ограничивается собственными средствами, а привлекает иные источники:

заемные источники финансирования — займы и кредиты, которые могут быть долгосрочными (находятся в распоряжении компании более года) и краткосрочными (находятся в текущем обороте не более года, в течение года неоднократно возникают и исчезают в результате их погашения);

привлеченные средства, которые представляют собой текущую задолженность перед поставщиками, персоналом по заработной плате, бюджетами всех уровней и внебюджетными фондами по налоговым и приравненным к ним платежам.

Собственные и заемные источники финансирования вкладываются в имущество — активы, которые делятся на **внеоборотные**, т.е. используются в течение длительного периода — более года, и **оборотные** активы, которые потребляются в течение года многократно.

Баланс отражает эти экономические явления и представляет собой состояние средств в денежном выражении на определенную дату в двух разрезах: по составу (виду) имущества и по источникам его формирования (финансирования). Иными словами, одна и та же сумма средств, находящаяся в распоряжении хозяйствующего субъекта, показывается двояко, что дает возможность судить о том, куда вложены средства (актив баланса) и каковы источники их происхождения (пассив баланса). Итоговые значения в балансе по активу и пассиву называются валютой баланса: сколько у хозяйствующего субъекта источников финансовых средств, столько и имущества в разных формах. Равенство валюты баланса по активу и пассиву — основное правило балансоведения. Расхождения в итогах в корректно составленном балансе в принципе невозможны. При наличии расхождений уместно говорить о грубой ошибке[1].

В России форма баланса закреплена на законодательном уровне, тогда как в МСФО формат баланса не стандартизирован: предлагается лишь круг линейных статей, которые подлежат раскрытию. В их числе основные средства, нематериальные активы, финансовые активы, инвестиции, запасы, дебиторская и кредиторская задолженности, денежные средства и их эквиваленты, налоговые обязательства, резервы, долгосрочные обязательства, капитал и некоторые другие (некоторые отличия информационной структуры баланса РСБУ/МСФО приведены в табл. 3.3).

Кроме того, стандарты существенно отличаются в части раскрытия отдельных статей баланса. Например, в РСБУ активы — это все виды имущества, принадлежащие компании, тогда как в МСФО активы — это ресурсы, контролируемые компанией в результате событий прошлых периодов, от которых ожидаются экономические выгоды в будущем.

В активной стороне российского баланса активы располагаются по степени возрастания ликвидности (от низколиквидных к высоколиквидным). Это соответствует традиционной европейской практике, где активы классифицируются начиная с основных средств и заканчивая наличными. В то же время в традиционной североамериканской и японской практиках активы начинаются с наличных средств. В аналогичном порядке располагаются активы в балансе формата МСФО.

[1] *Хотинская Г.И., Бокарева Е.В., Макаренко А.А.* Балансовый метод в экономике и финансах: сущность, эволюция, современность (на примере сервисных видов деятельности). Монография. М., 2008. С. 58–59.

польз. №486952; dt: 1569488481, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488499, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таблица 3.3
Структура и состав статей баланса

Наименование	РСБУ (п. 19, 27 ПБУ 4/99)	МСФО (п. 76 МСФО 1)
Активы	Активы классифицируются на внеоборотные и оборотные	Активы и обязательства классифицируются на внеоборотные и оборотные
Обязательства	Обязательства классифицируются на долгосрочные и краткосрочные	
Информация о капитале	Раскрывается в пояснениях к балансу и отчету о прибылях и убытках (количество акций, выпущенных и полностью оплаченных; количество акций, выпущенных, но не оплаченных полностью или частично; номинальная стоимость акций, находящихся в собственности АО, дочерних и зависимых обществ)	Раскрывается в балансе либо в пояснениях к нему в части структурирования капитала по видам прав участия акционеров (существующие права, преференции и ограничения в отношении каждого типа акций) и созданных резервов

В пассивной стороне российского баланса разделы и статьи отражаются по мере сокращения длительности оборота (от собственного капитала к краткосрочным заемным источникам финансирования). Традиционный европейский баланс также начинается с основного капитала, тогда как североамериканский и японский балансы им заканчиваются. В аналогичном (североамериканском) порядке располагаются пассивы в балансе формата МСФО.

Следует отметить также, что в мировых финансовых практиках различают горизонтальный и вертикальный форматы баланса. В континентальной Европе общепринятым считается горизонтальный формат баланса, в котором активы располагаются слева, а источники финансирования — справа. В Соединенном Королевстве наиболее привычным является вертикальный формат баланса, начинающийся с активов и заканчивающийся пассивами.

Баланс в различных его форматах используется в глобальном масштабе на протяжении нескольких столетий. Вместе с тем он не лишен ряда ограничений:

- историчен по природе: в балансе фиксируются сложившиеся к моменту его составления итоги финансово-хозяйственных операций;
- отвечает на вопрос, что представляет собой компания на данный момент согласно проводимой учетной и балансовой политике, но не отвечает на вопрос, в результате чего сложилось такое положение;
- не позволяет сделать вывод о том, велики или малы значения статей — это возможно лишь после сопоставления балансовых данных с суммами оборотов;
- показывает лишь учетную стоимость активов и источников их покрытия, реальная рыночная оценка может быть иной;
- основан на принципе использования цен приобретения, что в условиях инфляции и роста цен, низкой обновляемости внеоборотных активов обусловливает тот факт, что отдельные статьи содержат одинаковые объекты, но с разной учетной стоимостью;
- в современной практике российского балансоведения не предусмотрено отражение в балансе человеческого капитала[1] и важнейшего вида нематериальных активов — бренда,

[1] По данным Всемирного банка и Программы развития ООН (ПРООН), сегодня на планете физический капитал, или накопленные материальные блага, составляет лишь 16% общего достояния, природные богатства — 20%, человеческий же капитал, или накопленные вложения в человека, — 64%.

польз. №486952; dt: 1569488499, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488499, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

который в зарубежных компаниях зачастую представляет собой наиболее весомую составляющую актива баланса.

Учитывая объективные ограничения баланса, неотъемлемой составляющей бухгалтерской отчетности является **отчет о прибылях и убытках (отчет о финансовых результатах).** В соответствии с правилами бухгалтерского учета по окончании отчетного периода закрываются (как правило, обнуляются) операционные счета (счета доходов и расходов), полученное сальдо сносится на счет прибылей и убытков. В результате этих реформационных операций формируется финансовый результат и определяется:

- прибыль (при положительном результате);
- убыток (при отрицательном результате).

В отличие от баланса — статичной отчетной формы — отчет о финансовых результатах характеризует обороты финансово-хозяйственной деятельности компании и ее результативность нарастающим итогом с начала календарного года.

РСБУ и МСФО существенно различаются в подходах к формированию отчета (состав статей, порядок формирования расходов, вычитаемых из доходов, для определения финансового результата и др.). Более того, в МСФО допускаются два подхода к структурированию затрат (по элементам затрат и функциям затрат). Наиболее общие различия российского и международного стандартов формирования отчета о прибылях и убытках приведены в табл. 3.4.

Таблица 3.4
Формат отчета о прибылях и убытках (финансовых результатах)

РСБУ*	МСФО (элементы затрат) **	МСФО (функции затрат) **
Выручка (нетто)	Поступления от реализации	Поступления от реализации
Себестоимость продаж	Затраты на производство: • материальные затраты • заработная плата • амортизация • прочие расходы	Себестоимость реализованной продукции
Валовая прибыль		Валовой операционный результат
Коммерческие расходы		Коммерческие расходы
Управленческие расходы		Управленческие расходы
Прибыль/убыток от продаж	Операционная прибыль	Операционный результат реализации
Доходы от участия в других организациях	Иные доходы/расходы	Иные доходы/расходы
Проценты к получению/уплате		
Прочие доходы/расходы		
Прибыль до налогообложения	Прибыль до налогообложения	Прибыль до налогообложения
Текущий налог на прибыль	Налог на прибыль	Налог на прибыль
Чистая прибыль	Чистая прибыль	Чистая прибыль

* Источник: приказ Минфина России от 2 июля 2010 г. № 66н «О формах бухгалтерской отчетности организаций».
** МСФО 1 «Представление финансовой отчетности».

польз. №486952; dt: 1569488499, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488511, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Из приведенных данных следует, что в зависимости от этапа формирования прибыли в РСБУ и МСФО различают[1]:

валовую прибыль (часть валового дохода за вычетом себестоимости проданных товаров, работ, услуг), **GP (Gross Profit)**;

прибыль от продаж или операционную прибыль (валовая прибыль за вычетом коммерческих и управленческих расходов); при незначительной величине неоперационных доходов и расходов операционная прибыль примерно равна **EBIT (Earnings before Interest and Tax — прибыль до уплаты процентов и налогов)**;

прибыль до налогообложения (операционная прибыль, скорректированная на сальдо процентов к получению/уплате и внереализационных доходов/расходов), **EBT (Earnings before Tax)**;

прибыль после налогообложения, NOPAT (Net Operating Profit after Tax) или NOPLAT (Net Operating Profit (Loss) after Tax);

чистую/нераспределенную прибыль (часть прибыли, остающейся в распоряжении компании после уплаты налогов).

Эти разновидности прибыли характеризуются большим информационным потенциалом и широко используются в аналитике.

Баланс, с одной стороны, и отчет о финансовых результатах, с другой стороны, в составе бухгалтерской отчетности органично дополняются **отчетом о движении денежных средств** (ОДДС), который показывает, насколько уровень ликвидности компании поддерживается денежным потоком и насколько финансовый результат поддерживается притоком денежных средств. Кроме того, денежный поток позволяет оценить, за счет какой деятельности обеспечивается основная отдача на капитал: операционной деятельности или удачного размещения капитала в финансовой и инвестиционной деятельности. В агрегированном виде отчет представлен в табл. 3.5.

Таблица 3.5
Агрегированная форма отчета о движении денежных средств

Показатель	Отчетный период	Аналогичный период предыдущего года
Денежные потоки от текущих операций		
Поступления … / Платежи …		
Сальдо денежных потоков от текущих операций		
Денежные потоки от инвестиционных операций		
Поступления … / Платежи …		
Сальдо денежных потоков от инвестиционных операций		
Денежные потоки от финансовых операций		
Поступления … / Платежи …		
Сальдо денежных потоков от финансовых операций		
Чистые денежные средства от финансовой деятельности		
Сальдо денежных потоков за отчетный период		

[1] EBIT, EBT, NOPAT, NOPLAT приравнены к соответствующим видам прибыли РСБУ с некоторой долей условности, поскольку МСФО и РСБУ существенно различаются в механизме затратообразования.

польз. №486952; dt: 1569488511, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488517, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Показатель	Отчетный период	Аналогичный период предыдущего года
Остаток денежных средств и денежных эквивалентов на начало отчетного периода		
Остаток денежных средств и денежных эквивалентов на конец отчетного периода		

Источник: ПБУ 23/2011 «Отчет о движении денежных средств» утверждено приказом Минфина России от 2 февраля 2011 г. № 11н.

Следует отметить, что российский и международный стандарты структурируют ОДДС во многом идентично: денежный поток отражается в них в разрезе текущей, инвестиционной и финансовой деятельности. Вместе с тем в МСФО, в отличие от РСБУ в составе денежного потока отражаются денежные средства и их эквиваленты, а также допускается представление денежного потока не только прямым, но и косвенным методом. Вследствие этого на практике многие зарубежные компании публикуют отчет о движении денежных средств, который начинается с чистого дохода и заканчивается изменениями в «наличных деньгах и эквивалентах». Кроме того, МСФО позволяет отражать инвестиции краткосрочного характера и банковские овердрафты в составе текущей (операционной) деятельности, что существенно влияет на параметры ОДДС.

К сведению

Сравнительный количественный анализ основных элементов корпоративной финансовой информации (активы, капитал, обязательства, доходы, расходы, чистая прибыль) в РСБУ и МСФО, выполненный на примере крупных российских компаний (ОАО «ГАЗПРОМ», ОАО «Ростелеком», АКБ «Банк Москвы» и др.), позволяет сделать следующие выводы:

- активы, обязательства, капитал в МСФО превышают аналогичный показатель в стандарте РСБУ;
- доходы различаются в стандартах РСБУ и МСФО от 10 до 273%;
- расходы в РСБУ выше, чем в МСФО (иногда в 3,8 раза); завышение затрат — основной инструмент снижения налогооблагаемой прибыли, который в условиях традиционно фискальной ориентации отчетности в России активно используется налогоплательщиками;
- жесткие ограничения в учете и отчетности, установленные в РСБУ, и их фискальная направленность обусловливают существенные расхождения в уровне чистой прибыли: в РСБУ она на 9–25% ниже, чем в МСФО.

Важным вопросом формирования и последующей работы с корпоративной отчетностью является ее консолидация и агрегирование. Так, учитывая объективные тенденции концентрации собственности и власти, проявляющиеся, в частности, в вертикальной интеграции хозяйствующих субъектов, в современном экономическом обороте наряду с бухгалтерской (финансовой) отчетностью возникают следующие понятия:

консолидированная финансовая отчетность (consolidated financial statements) — бухгалтерская (финансовая) отчетность корпоративной группы, составляемая материнской компанией путем консолидации всех активов и обязательств дочерних компаний с учетом элиминирования результатов взаимных операций; начиная с 2005 г. европейские компании формируют консолидированные отчеты в стандарте МСФО; консолидация производится в том случае, если материнская компания владеет прямо или косвенно не менее

польз. №486952; dt: 1569488517, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488525, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

20% голосов дочерней компании и имеет право определять финансовую и операционную политику последней по уставу или соглашению;

сводная финансовая отчетность (aggregated financial statements) — линейно агрегированная информация по группе компаний (например, компаний, подчиненных министерству), составляемая путем суммирования одноименных статей отчетности;

сегментарная финансовая отчетность (segmented financial reporting) — совокупность данных, позволяющая судить о коммерческой деятельности компании в разрезе операционных и (или) географических сегментов[1].

Форматы перечисленных выше отчетов содержат большой объем финансовой информации. В аналитических целях эту информацию агрегируют. **Агрегирование финансовой отчетности** — это представление ее форм в разрезе основных элементов информационной структуры (финансовых агрегатов) без детализации последних.

В качестве основных финансовых агрегатов в балансе выступают[2]:

- внеоборотные активы (итог Раздела 1);
- оборотные активы (итог Раздела 2);
- капитал и резервы или собственный капитал (итог Раздела 3);
- долгосрочные обязательства (итог Раздела 4);
- краткосрочные обязательства (итог Раздела 5).

Основными финансовыми агрегатами отчета о финансовых результатах являются:

- выручка от продажи (нетто);
- себестоимость;
- валовая прибыль;
- коммерческие/управленческие расходы;
- прибыль/убыток от продаж;
- прочие операционные и внереализационные доходы/расходы;
- прибыль/убыток (до и после налогообложения);
- чистая прибыль (нераспределенная прибыль/непокрытый убыток).

Основными финансовыми агрегатами отчета о движении денежных средств являются:

- денежные поступления или притоки денежных средств (в разрезе текущей, инвестиционной и финансовой деятельности);
- денежные выплаты или оттоки денежных средств (в разрезе текущей, инвестиционной и финансовой деятельности);
- входные/выходные остатки денежных средств.

Основными финансовыми агрегатами отчета об изменениях капитала являются:

- размер капитала на начало/конец периода;
- увеличение капитала (всего, в том числе по источникам);
- уменьшение капитала (всего, в том числе по направлениям).

Финансисты работают главным образом с финансовыми агрегатами, которые являются основным источником информации для экспресс-диагностики и развернутого финансового анализа (см. параграф 3.4). Следует отметить, что в процессе агрегирования отчетности возможна очистка отдельных агрегатов от регулятивов, однако в ныне действующих формах российской отчетности их удельный вес незначителен и ими можно пренебречь.

---

[1] В данном случае сегмент – функциональные или линейные подразделения компании, по которым может быть составлена отдельная отчетность.

[2] ПБУ 4/99 «Бухгалтерская отчетность организации» утверждено приказом Минфина России от 6 июля 1999 г. № 43н (с изм. и доп.).

польз. №486952; dt: 1569488525, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488533, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

3.3. Современные тенденции в распространении корпоративной финансовой информации

На сегодня в деловом обороте применяются три **основные формы финансового репортинга**:

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

Финансовая (бухгалтерская) отчетность создается в стандартизированном формате и предоставляется в соответствии с законодательством в Государственную налоговую службу и ее территориальные подразделения, территориальные отделения Росстата, Федеральную службу по финансовым рынкам (для участников фондового рынка). Кроме того, компании, проходящие процедуры IPO и листинга, предоставляют финансовую (бухгалтерскую) отчетность на биржи, проводящие торги ценными бумагами.

В случае выхода компании на международные фондовые рынки отчетность предоставляется:

- Управлению по финансовым услугам Великобритании (U.K. Financial Services Authority, FSA) и Управлению по листингу Великобритании (United Kingdom Listing Authority, UKLA) — для компаний, чьи акции находятся в листинге Лондонской фондовой биржи (LSE);
- Комиссии по ценным бумагам и биржам США (U.S. SEC) — для компаний, имеющих листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) или NASDAQ;
- Франкфуртской фондовой бирже и т.д.

Это интересно

Первая попытка собрать годовые отчеты от своих участников была предпринята в 1860 г. биржей NYSE. Не все согласились тогда предоставить отчеты. Так, железнодорожная компания Delaware, Lackawanna and Western Railroad отказалась присылать бумаги, отметив, что «фирма не занимается производством отчетов и не выдает никакой отчетности». Между тем затея NYSE со временем увенчалась успехом, и в 1897 г. от другой железнодорожной компании (Northern Pacific Railway Company) она уже принимала отчет на 154 страницах, заверенный Price Waterhouse and Co., Auditors. Сейчас биржа получает годовые отчеты по форме 20-F и от ряда российских компаний, среди которых «Вымпелком», «МТС», «Мечел» и «Вимм-Билль-Данн».

Каждая биржа формирует свои требования к раскрытию информации. В зависимости от размера компании, способа формирования капитала и вида деятельности бухгалтерская (финансовая) отчетность подлежит опубликованию, что придает ей статус публичной отчетности. В Великобритании, Испании, Италии финансовая отчетность крупных компаний подлежит регистрации в специальном правительственном органе. Во Франции в дополнение к регистрации она публикуется в специальном Бюллетене. В Германии отчетность всех компаний публикуется в Коммерческом регистре, а крупных компаний — в Федеральной газете[1].

[1] *Уланова И.Н.* Информационные возможности финансовой отчетности и адаптация российских методов ее составления к требованиям международных ста ндартов. // Дисс. ... к.э.н. по спец. 08.00.12. – М. 2001. с. 10.

польз. №486952; dt: 1569488533, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488540, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Годовые отчеты формируются в выбранном компанией формате. В их основе лежит финансовая отчетность, представляемая в регулирующие органы, но ориентируются они главным образом на акционеров/инвесторов. Формат годового отчета не регламентирован, и каждая компания формирует его в соответствии с собственными представлениями об информативности и наглядности. По сути это презентационный, а не бухгалтерский отчет. Его задача — донести до целевой аудитории наиболее важную информацию о компании и показать ее (компанию) в максимально выгодном свете, сделать это в интересной и привлекательной форме, чтобы отчет запомнился тому, для кого он изначально предназначался.

Современный годовой отчет — продуманный, наглядный и красочно изданный документ, содержащий обширную и четко структурированную информацию. Средний бюджет годового отчета европейской компании составляет более сотни тысяч евро, включая печать и разработку текста, которую чаще всего отдают на аутсорсинг. В таких отчетах лишь 15% объема отводится финансовой информации, остальные 85% — информации, ориентированной на целевые аудитории[1].

Содержание годовых отчетов европейских компаний, как правило, включает:

- обращение руководителей и их биографию;
- описание рынка (в среднем 6–7% объема стандартного годового отчета европейской компании);
- общую информацию о компании (ключевые события года, бренды, корпоративная культура, перспективы роста) (25%);
- описание клиентской базы (около 15%);
- описание стратегии компаний (более 40%);
- анализ основных финансовых показателей в динамике за 3–5 лет (прибыль, показатели рентабельности, затраты, движение денежных средств); кроме того, описываются направления инвестиций в основной капитал, динамика капитальных вложений, финансовый рычаг, эффективность контроля над расходами, показатели повышения производительности.

Тенденцией последних лет является рост внимания к нефинансовым показателям в корпоративной отчетности. На сегодняшний день в мире существует более 60 стандартов подготовки нефинансовых отчетов, но наиболее широкое распространение получила инициатива GRI (Global Reporting Initiative). По данным GRI, сегодня в мире нефинансовые отчеты публикуют около 6000 компаний, при этом примерно 5000 из них используют формат GRI. Этот стандарт предполагает формирование годовых отчетов по трехмерной шкале итоговых показателей: экономических, экологических, социальных[2]:

экономические показатели: прибыль (чистая прибыль/доход, прибыль до вычета процентов и налогов, валовая прибыль, средняя рентабельность авансированного капитала, дивиденды), нематериальные активы (отношение рыночной капитализации к балансовой стоимости, человеческий капитал, НИОКР, прочие капиталовложения, финансовый рычаг), оплата и производительность труда, налоги, развитие местных сообществ, поставщики, продукты и услуги;

экологические показатели (энергия, сырье и материалы, вредные выбросы в атмосферу, промышленные стоки и твердые отходы, транспорт, землепользование, биохимические аспекты производства и поставок продуктов и услуг), которые оцениваются по соответствующей методике;

[1] URL: www.raexpert.ru

[2] URL: www.globalreporting.jrg

польз. №486952; dt: 1569488540, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488549, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

социальные показатели: качество менеджмента (текучесть кадров, соотношение вакантных и занятых рабочих мест, участие работников в принятии управленческих решений, уровень удовлетворенности работников трудом и др.), охрана здоровья и безопасность труда (зарегистрированные нарушения и несчастные случаи, число увечий и рабочих дней, пропущенных по болезни, количество прогулов, инвестиции в охрану здоровья и технику безопасности в расчете на одного работника), отсутствие дискриминации (доля женщин в руководстве, частота и характер юридических претензий в связи с дискриминацией и др.), подготовка кадров (доля расходов на обучение в сумме годовых операционных издержек, средний уровень образования и его изменение) и др.

В 2013 году опубликован новый стандарт G4 глобальной инициативы GRI.

В последние годы GRI совместно с Международной комиссией по интегрированной отчетности (IIRC) разрабатывает новую парадигму годовых отчетов. Старая парадигма, фиксирующая прошлое компании и поверхностно — ее краткосрочную перспективу, замещается новой парадигмой, ориентированной на будущее компании. Годовые отчеты этого формата должны содержать детализированную информацию, характеризующую видение перспектив компании, и именуются интегрированными отчетами.

> **Интегрированный отчет** — это краткая информация о том, как стратегия, корпоративное управление, деятельность и перспективы компании в контексте внешней среды ведут к созданию ценности в краткосрочном, среднесрочном и долгосрочном периодах.

Основными пользователями интегрированных отчетов являются поставщики финансового капитала.

Интегрированный отчет базируется на трех фундаментальных основах:

1) шести видах капитала — финансовом, производственном, человеческом, интеллектуальном, природном и социальном, которые являются источником стоимости компании;
2) бизнес-модели, которая раскрывает механизм создания стоимости компанией (потребляемые ресурсы, деловые операции, результаты производства товаров и услуг и общие результаты деятельности — внутренние и внешние, положительные или отрицательные);
3) движении стоимости (увеличение, уменьшение или трансформация капитала, в том числе финансовые результаты, но не ограничиваясь ими) в разных временных горизонтах[1].

Наряду с совершенствованием структуры и формата годового отчета в последние десятилетия проводятся конкурсы годовых отчетов европейских компаний. Помимо конкурса отчетов, по инициативе журнала IR Magazine начиная с 2001 г. проводится исследование European Annual Report & IR Web Site Yearbook, в рамках которого оцениваются основные тенденции в области формирования годовых отчетов и их использования в отношениях с инвесторами[2].

В ответ на передовой зарубежный опыт в области составления и презентации годовых отчетов в России в целях развития корпоративной культуры в 1998 г. биржей РТС впервые был проведен аналогичный конкурс, ставший впоследствии ежегодным. В 2013 году ОАО Московская биржа провела XVI конкурс годовых отчетов, в котором приняли участие 85 компаний.

---

[1] URL: www.annual-report.ru/analytics/article15/

[2] IR Magazine – одно из наиболее известных изданий, освещающих вопросы взаимоотношений с инвесторами.

польз. №486952; dt: 1569488549, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488554, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

К сведению

Победителями в главной номинации «Лучшее комплексное представление компании» признаны[1]:

1 место: «Уралкалий».
2 место: «Газпром нефть».
3 место: «Интер РАО ЕЭС».
4 место: «Аэрофлот».
5 место: «Мобильные ТелеСистемы».

Стандартизированная финансовая отчетность, годовые отчеты в выбранном компанией формате, а также иная информация, относящаяся к прошлым и будущим периодам, обычно размещается на сайте компании. Этот канал распространения корпоративной финансовой информации именуется **интернет-репортингом**. Интернет-репортинг не стандартизируется, не зависит от периодичности (квартал, год и т.д.) и в силу этого является наиболее мобильным. Парадигма интернет-репортинга существенно отличается от «бумажного» возможностями реализации мультимедиа-вставок и гиперссылок, а также интерактивностью и легкостью внешнего аудита. Для него характерно разнообразие контента (агрегированные финансовые отчеты, детализированная информация количественного и качественного характера и др.), форм представления отчетов (в стиле «бумажных» отчетов или с участием мультимедийных средств), широкий спектр навигационных инструментов (гипертекста, поисковых полей и др.).

Современный интернет-репортинг во всем его многообразии зачастую характеризуется вольной трактовкой правил игры в этом способе распространения финансовой информации. Для него характерны:

- проблема контента: электронное распространение информации бизнес-отчетов зачастую сводится к обобщенной информации и отсутствию важной финансовой информации, необходимой инвестору для принятия обоснованного решения;
- проблема границ предоставляемой информации (финансовые прогнозы, пресс-релизы и т.д.), из которых в интернет-версии не всегда видно, где заканчивается информация, подтвержденная аудитором, и начинается информация, достоверность которой никем не гарантируется;
- проблема конечных пользователей: исконные свойства web-среды — доступность информации всем, в любом месте и в любое время, в то время как финансовая информация обычно рассчитана на специфическую категорию пользователей, например финансовых аналитиков; это создает риски конфликтов с непрофессиональными инвесторами, неспособными верно оценить представленную информацию и принимающими неверные решения вследствие неверной интерпретации данных;
- вольная интерпретация правил, по-разному трактующих границы дозволенного (например, в США Комиссия по ценным бумагам приравнивает интернет-репортинг к «бумажной» отчетности, а Американский институт сертифицированных аудиторов (American Institute of Certified Public Accountants, AICPA) в своих стандартах утверждает, что электронные сайты являются средствами распространения информации и не являются документами в их обычном понимании).

Для решения проблем интернет-репортинга Международная палата бухгалтерских стандартов IASC (International Accounting Standards Board) в 1999 г. сформулировала пакет рекомендаций по предоставлению финансовых отчетов через Интернет. В них затронуты такие вопросы, как многомодальный (электронный и печатный) репортинг, использование

[1] URL: http://kgo.rcb.ru/

польз. №486952; dt: 1569488554, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488560, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

международных стандартов, полнота данных, языки, конверсия валют, а также безопасность, доступность, удобство сайта и ссылки — как внешние, так и внутренние.

Итак, для развитых рынков характерна многоканальность распространения корпоративной финансовой информации. Помимо регулирующих органов в этом процессе задействованы фирменные справочники, каталоги, проспекты, справки банков, материалы специализированных информационных компаний, компьютерные базы данных и т.д. Повседневной практикой стал выпуск информационных обзоров, где приводятся списки фирм и лиц, нарушающих деловую этику и дезинформирующих деловое сообщество. Разнообразие источников информации о компаниях и их комплексный характер за рубежом являются эффективной поддержкой финансового репортинга.

Зарубежные тенденции в раскрытии корпоративной информации, передовая теория и практика формирования и распространения ее в России способствуют развитию культуры составления и продвижения годовых отчетов и появлению новой для страны подсистемы корпоративного менеджмента — финансового репортинга. Аутсорсинг в бизнес-процессах оформления и распространения корпоративной финансовой информации формирует национальную индустрию годовых отчетов и становится неотъемлемым элементом инфраструктуры финансового рынка.

В целом качественный и количественный анализ распространенного в России порядка раскрытия корпоративной информации позволяет сформулировать следующие его особенности:

- применяемая в России модель учета и отчетности с жесткой регламентацией и ярко выраженной фискальной ориентацией обусловливает неполноту раскрытия информации и непривлекательность финансовой отчетности в силу частичного отражения в ней фактов финансово-хозяйственной деятельности;
- невысокая транспарентность российского бизнеса и обусловленное этим отсутствие полной и обесценение существующей корпоративной информации, а также несовершенство внутрифирменного финансового репортинга и неиспользование всех его возможностей для позиционирования компании в деловом сообществе;
- недостаточная востребованность финансовой информации потенциальными потребителями: деловым сообществом вследствие ее невысокой достоверности, населением вследствие низкой финансовой грамотности.

Такая отчетность аккумулируется территориальными органами статистики, и на ее основе выводятся статистические параметры регионов и отраслей, а также национальной экономики в целом. По этим данным в свою очередь делаются оценочные выводы аналитиками, научной общественностью, средствами массовой информации, деловым сообществом. Эти же данные предоставляются международным организациям для формирования мировой статистической информации, межгосударственных сравнений и обобщений. Получателем этой информации, в частности, является Международный валютный фонд, который в 1996 г. разработал Специальный стандарт распространения данных (ССРД)[1] для стран — членов МВФ, имеющих или стремящихся получить доступ на международные рынки капитала. ССРД МВФ ориентирован на расширение доступа экономических экспертов во всем мире к своевременной и полной статистической информации в целях предупреждения или по крайней мере снижения тяжести кризисов на мировых финансовых рынках. Однако современные реалии и глобальный финансовый кризис показали, что меры, предпринимаемые МВФ по предупреждению финансовых кризисов, недостаточны. В частности, корпоративная финансовая информация, содержание которой обусловлено

[1] Специальный стандарт на распространение данных // Международный валютный фонд, 1996. URL: www.gks.ru

польз. №486952; dt: 1569488560, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488568, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

национальными особенностями (не только российскими), является недостаточно достоверной для объективного представления экономических процессов национального и межнационального характера.

Вместе с тем нельзя не отметить, что в последние годы в раскрытии корпоративной информации в России прослеживаются позитивные тенденции, в числе которых:

- смена восприятия годового отчета в российском менеджменте: от рисков в распространении информации среди недоброжелателей до элемента статуса компании;
- растущий интерес компаний к подготовке годового отчета, причем не только публичных, на которых законодательством возлагается обязанность в опубликовании информации о результатах деятельности, но и непубличных компаний, для которых такой способ распространения информации является добровольным;
- повышение качества годовых отчетов российских компаний, их наполнение сбалансированной информацией о внешних и внутренних компонентах формирования стоимости.

3.4. Финансовые измерения: традиции и современность

Аналитический инструментарий в области финансов формировался не одно столетие. На сегодняшний день по степени детализации, функционалу и актуальности с некоторой долей условности его можно структурировать на три основные составляющие:

1) экспресс-диагностика;
2) бухгалтерская традиция финансового анализа;
3) современные финансовые измерения.

> **Экспресс-диагностика корпоративной финансовой информации** — это оценка, выполняемая на основе агрегатов, их движения и пропорций (без детализированного коэффициентного анализа).

В качестве основных направлений экспресс-диагностики используют:

финансовый результат: чистая прибыль/чистый убыток в отчете о финансовых результатах; чем выше прибыль, тем результативнее финансово-хозяйственная деятельность организации;

ресурсный потенциал: имущество компании или валюта баланса; особое внимание при оценке тенденций изменения имущественного положения уделяется реальной части имущества;

рабочий капитал (собственные оборотные средства, функционирующий капитал, чистый оборотный капитал): превышение текущими активами (Раздел 2) текущих пассивов (Раздел 5); в этом случае организация после расчетов по краткосрочным долгам имеет свободный остаток ликвидных средств для продолжения финансово-хозяйственной деятельности;

ликвидность баланса: в мировой практике в этих целях используется двукратное превышение[1] оборотными активами (Раздел 2) краткосрочных обязательств (Раздел 5);

[1] Следует отметить, что в России в силу тотального несоблюдения этого критерия ликвидности на уровне компаний, отраслей и экономики в целом многие авторы в оценках ориентируются на среднеотраслевые значения показателя. По нашему мнению, негативную (хотя и масштабную) практику нельзя возводить в целевой критерий. Безопасным для кредиторов считается именно двукратное превышение оборотными активами краткосрочных обязательств, поскольку только в этом случае при предъявлении счетов всеми кредиторами и необходимости срочной (а значит, с потерей части балансовой стоимости) распродажи имущества высока вероятность расчетов по обязательствам.

польз. №486952; dt: 1569488568, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488574, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

финансовая устойчивость (финансовый рычаг): соотношение собственного (Раздел 3) и заемного (Раздел 4 + Раздел 5) капитала; зарубежный стандарт исходит из возможности двукратного превышения заемным капиталом собственных источников финансирования в силу дешевизны и доступности займов ($^2/_3$ пассива — заемный капитал, $^1/_3$ — собственный капитал); ранний российский стандарт ориентировался на двукратное превышение собственным капиталом заемных источников финансирования ($^1/_3$ пассива — заемный капитал, $^2/_3$ — собственный капитал); современный российский стандарт ориентируется на арифметическое превышение собственным капиталом заемных источников финансирования;

правило левой и правой руки: долгосрочные активы (Раздел 1) должны быть покрыты долгосрочными источниками финансирования (Раздел 3 + Раздел 4).

Из совокупности приведенных экспресс-оценок корпоративной отчетности особое внимание уделяется:

- ликвидности баланса — важнейшей характеристике финансового состояния компании в краткосрочном аспекте, поскольку неликвидность баланса создает угрозу банкротства;
- финансовой устойчивости, которая в современном российском стандарте исходит из необходимости превышения собственным капиталом заемных источников финансирования;
- правилу левой и правой руки, ориентирующему на покрытие долгосрочных активов долгосрочными источниками финансирования (обычно выполняет контрольную функцию).

Эти оценки широко используются в балансовом моделировании при построении оптимального баланса. Рассмотрим инструментарий экспресс-диагностики и его потенциал в плане балансового моделирования на условном примере.

Пример

Оценить баланс на оптимальность и предложить вариант финансовой стратегии по следующим данным:

- внеоборотные активы (Раздел 1) 30
- оборотные активы (Раздел 2) 30
- капитал и резервы (Раздел 3) 10
- краткосрочные обязательства (Раздел 5) 50
- долгосрочные обязательства отсутствуют

Экспресс-диагностика такого баланса позволяет сделать следующие выводы: компания неликвидна и финансово неустойчива по структуре пассива, правило левой и правой руки не соблюдается.

Исходный баланс и его моделирование по критериям оптимизации позволяют определить следующие целевые пропорции:

Исходный баланс		Оптимальный баланс	
Актив	**Пассив**	**Актив**	**Пассив**
30	10	*30*	*80*
30	—	*100*	—
	50		*50*
60	**60**	***130***	***130***

Логика построения оптимального баланса и алгоритм формирования финансовой стратегии анализируемой компании могут быть представлены следующим образом.

В компании наблюдается полный комплекс проблем финансового характера.

польз. №486952; dt: 1569488574, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488581, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Проблема, обусловленная неликвидностью баланса, грозит компании банкротством. Учитывая критичность этой проблемы, необходимо решать ее в первоочередном порядке.

В этих условиях при моделировании баланса следует исходить из суммы краткосрочной кредиторской задолженности, которую нечем погасить. Для решения проблемы ликвидности компании необходимо наращивать оборотные активы (увеличить их на 70) до достижения норматива, равного 2.

Учитывая, что в исходном балансе представлен весь комплекс финансовых проблем, ориентировать компанию на увеличение внеоборотных активов было бы нереалистично. Это значит, что по исходной сумме агрегата «Внеоборотные активы» (30) и сформированному агрегату «Оборотные активы» (100) можно определить валюту оптимального баланса (130).

Увеличение валюты баланса за счет роста активов неизбежно приведет к увеличению пассивов. В качестве источника покрытия в пассиве следует рассматривать увеличение собственного капитала (увеличить его на 70) преимущественно за счет прибыли. При этом укрепится финансовая устойчивость компании (собственный капитал превысит заемные источники финансирования) и решится проблема с покрытием долгосрочных активов (правило левой и правой руки).

Детализированная диагностика корпоративной финансовой информации предполагает проведение финансового анализа.

> **Финансовый анализ** — это изучение основных параметров корпоративной отчетности, коэффициентов и мультипликаторов, дающих объективную оценку состояния компании.

В зависимости от подхода различают:

фундаментальный анализ (оценивается собственно компания/бизнес с применением финансовых коэффициентов на основании данных управленческой или бухгалтерской отчетности);

технический анализ (оценивается курс акций компании).

Это любопытно

История становления финансового анализа не слишком продолжительна (наиболее полный обзор ее выполнен Дж. Хориганом), хотя существуют и другие точки отсчета, поскольку сама идея анализа с помощью относительных показателей зародилась давно — еще Евклид за 300 лет до новой эры упоминал в своих трудах об анализе с помощью коэффициентов. Что касается приложения этой идеи к оценке финансового состояния, большинство западных историков полагают, что это произошло во второй половине XIX в. и обусловлено двумя причинами.

Первой причиной было бурное развитие корпораций как основной формы организации бизнеса, в результате чего произошло разделение функций владения и оперативного управления.

Второй причиной было усиление значимости финансовых институтов, играющих ключевую роль в обеспечении компаний капиталом, в том числе посредством кредитования. Для минимизации рисков таких операций возникала потребность в оценке кредитоспособности заемщика (его способности вернуть заемные средства) и рентабельности его бизнеса (возможности выплатить проценты).

Интересно отметить, что инициатором в развитии этого направления выступили не ученые, а практики. По свидетельству Роя Фоулка (Roy A. Foulke), начиная с 70-х гг. XIX в. некоторые коммерческие банки в США стали требовать от своих клиентов, обращавшихся за кредитами, предоставления финансовой отчетности,

польз. №486952; dt: 1569488581, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488590, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

а в 90-е гг. эта практика распространилась на большинство банков. Благодаря этому резко увеличился объем финансовой информации, доступной для сравнительного анализа. Поначалу этот анализ подразумевал несистематизированное сопоставление отдельных показателей, затем в анализе начали использовать группы взаимосвязанных показателей и, наконец, стали пытаться выявлять и анализировать взаимосвязи между отдельными показателями.

Методология финансового анализа включает множество методов и приемов, в числе которых:

- горизонтальный (трендовый) метод (составление динамического ряда и оценка динамических показателей с помощью относительных величин — темпа роста и (или) темпа прироста);
- вертикальный (структурный) метод (оценка удельных весов отдельных составляющих совокупности, например удельных весов разных видов имущества в совокупных активах);
- метод сравнения (в структуре план/факт, с предшествующим периодом, с аналогами, со среднеотраслевыми значениями);
- метод группировки (аналитическая группировка показателей по определенным признакам);
- балансовый метод (способ счетной проверки правильности расчетов, так как нарушение равенства свидетельствует о наличии ошибки);
- маржинальный метод (анализ в структуре «издержки — объем — прибыль», основанный на делении издержек на условно-постоянные и условно-переменные, позволяющий оценить степень их влияния на конечный результат);
- графический метод (наглядная иллюстрация числовых данных);
- методы и приемы факторного анализа (измерения воздействия факторов на величину результирующих показателей посредством элиминирования, цепных подстановок, абсолютных и относительных разниц, индексов);
- методы и приемы функционально-стоимостного анализа (поэлементное исследование системы для оптимизации результата);
- эвристические методы и приемы (экспертные оценки);
- методы линейного программирования (составление и решение системы линейных уравнений при строго функциональной зависимости между изучаемыми явлениями) и др.

Финансовый анализ применяется для оценки экономического потенциала компании и его изменений с течением времени. Как правило, экономический потенциал организации оценивается с нескольких сторон: наличие активов и их качество, финансовое состояние в краткосрочном и долгосрочном аспектах, деловая активность и способность генерировать доходы, добавленную стоимость, денежные притоки и финансовые результаты. Все эти направления оценки, безусловно, взаимосвязаны. Нерациональная структура активов и некачественный состав могут привести к ослаблению деловой активности и ухудшению финансового состояния компании. Неоправданное омертвление средств в запасах, дебиторской задолженности может повлиять на своевременность текущих платежей и не только снизить деловую активность, но сделать невозможной какую-либо деятельность. Неоправданный рост заемных средств может привести к необходимости распродажи имущества для расчетов с кредиторами. Недостаточная рентабельность не позволит осуществлять расширенное воспроизводство и оптимизировать состав имущества, что приводит в конечном счете к ухудшению финансового положения и т.д.

В связи с этим в рамках бухгалтерской традиции финансового анализа сформировано несколько групп показателей:

- показатели оценки экономического (имущественного, ресурсного) потенциала компании (табл. 3.6);

польз. №486952; dt: 1569488590, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488595, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- инструменты анализа финансового состояния в краткосрочном и долгосрочном аспектах (табл. 3.7);
- инструменты анализа деловой активности (табл. 3.8).

Следует отметить, что **в оценках имущественного (ресурсного) потенциала** компании на сегодняшний день различают два подхода: экономический и финансовый (бухгалтерский).

Экономический подход базируется на концепции физической природы капитала, в соответствии с которой капитал — это совокупность генерирующих возможностей компании, используемых для производства благ и получения прибыли. В данном контексте капитал подразделяется на реальный и финансовый. Его реальная часть представляет собой стоимостную оценку материальных активов, а финансовая часть представлена в ценных бумагах и денежных средствах; иногда в нее включают дебиторскую задолженность. Величина капитала исчисляется при этом по суммарной величине активов за вычетом некоторых регулятивов, удельный вес которых незначителен.

Финансовый (бухгалтерский) подход базируется на концепции финансовой природы капитала. В этом случае капитал трактуется как интерес собственников в активах компании и является синонимом чистых активов. Величина капитала исчисляется как разница между совокупными активами и суммарными обязательствами и, по сути, равна собственному капиталу.

Основные показатели оценки имущественного потенциала компании приведены в табл. 3.6.

Таблица 3.6
Показатели оценки имущественного потенциала компании

Показатель	Алгоритм расчета
Сумма хозяйственных средств (1)	Итог баланса-нетто
Доля долгосрочных активов в имуществе	Стоимость внеоборотных активов × 100 / Итог баланса-нетто
Доля основных средств (ОС) в долгосрочных активах	Стоимость основных средств × 100 / Стоимость внеоборотных активов
Доля активной части основных средств	Стоимость активных основных средств × 100 / Стоимость основных средств
Коэффициент износа основных средств (2)	Износ основных средств / Первоначальная стоимость ОС
Коэффициент годности основных средств (3)	Остаточная стоимость основных средств / Первоначальная стоимость ОС *или* 1 — Коэффициент износа
Коэффициент обновления	Первоначальная стоимость поступивших за период ОС / Первоначальная стоимость ОС на конец периода
Коэффициент выбытия	Первоначальная стоимость выбывших за период ОС / Первоначальная стоимость ОС на начало периода
Коэффициент реальной стоимости имущества (4)	Материальные активы/Валюта баланса

Дадим комментарии к табл. 3.6.

(1) Фактическая учетная оценка активов компании, как правило, превышает простую очищенную арифметическую сумму активов:

польз. №486952; dt: 1569488595, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488601, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

во-первых, часть материальных активов, не принадлежащих компании на праве собственности (например, арендованные основные средства), в балансе не отражается, так как в договорных обязательствах, как правило, отсутствует их стоимостная оценка, являющаяся основанием для постановки на учет;

во-вторых, если компания работает с консигнационным товаром или давальческим сырьем, то эти активы в балансе отсутствуют, так как учитываются на забалансовых счетах;

в-третьих, многие нематериальные активы (деловые связи, ноу-хау, бренды и др.) в российских компаниях, как правило, не идентифицированы, не имеют стоимостной оценки и, следовательно, не отражены в балансе.

(2) В силу многовариантности амортизации, а также учитывая, что все варианты характеризуют лишь физический, но не моральный износ, можно сделать вывод, что коэффициент износа не всегда отражает фактическую изношенность активов, равно как коэффициент годности не дает точной оценки их текущего состояния. К тому же на законсервированные объекты основных средств амортизация не начисляется, следовательно, консервация ранее активных основных средств может резко изменить динамику износа в целом по предприятию. Несмотря на некоторую условность коэффициента износа, он имеет определенное аналитическое значение. В аналитической практике значение показателя более 50% считается нежелательным.

(3) Дополнение коэффициента износа до 100% или до единицы.

(4) Коэффициент характеризует долю средств производства в совокупном имуществе компании. Для промышленности считается нормальным значение показателя 0,5.

В экономике знаний в составе имущества особое место отводится нематериальным активам (НМА), к которым относятся:

- исключительные права на объекты интеллектуальной собственности (изобретения, промышленные образцы, программы для ЭВМ, селекционные достижения и др.);
- исключительные права на товарный знак, знак обслуживания, наименование места происхождения товаров и фирменное наименование;
- владение «ноу-хау», секретной формулой или процессом, информацией в отношении промышленного, коммерческого или научного опыта;
- деловая репутация.

В современных зарубежных компаниях нематериальные активы — важнейшая составляющая имущественного потенциала и устойчивое конкурентное преимущество на национальных и глобальных рынках. Как следствие, анализ НМА в рамках оценки имущественного положения и их влияния на стоимость компании — развитая область в зарубежных финансовых практиках. В российских компаниях удельный вес нематериальных активов ничтожно мал: по данным Росстата, за последние 10 лет в среднем по России он не превышает 0,27%. Для российского механизма вовлечения НМА в экономический оборот характерен ряд проблем:

- существующий механизм работы с нематериальными активами таков, что их проще не идентифицировать: это экономичнее с точки зрения денежных расходов и трудозатрат;
- особенности стоимостной оценки, вследствие чего реально значимые операционные технологии в финансовом плане становятся неразличимыми на фоне гипертрофированных управленческих технологий;
- традиции отнесения нематериальных активов к амортизируемым обусловливают их неизбежную нуллификацию даже в том случае, если их рыночная стоимость не снижается;
- бренд — распространенный и признанный во всем мире вид нематериального актива в России существует де-факто, но отсутствует де-юре;

польз. №486952; dt: 1569488601, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488608, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

• неэффективная правовая защита интеллектуальной собственности и торговых марок из-за несовершенства законодательства и неработающего инфорсмента провоцирует вполне открытые перехваты брендов.

Учитывая зарубежные тенденции, российская теория и практика в области НМА неизбежно будут развиваться, и анализ нематериальных активов станет в перспективе весомой составляющей в аналитике имущественного потенциала компаний.

В рамках **оценки финансового состояния** к настоящему времени в теории и практике сформирован не один десяток аналитических коэффициентов. Поскольку в качестве первоисточника финансового анализа в России использовались переводные издания, большинство из применяемых коэффициентов вошли в деловой оборот с разными названиями. В таблице 3.7 приведены основные показатели оценки финансового состояния, каждый из которых именуется в соответствии с множеством трактовок, встречающихся в русскоязычной литературе.

Говоря об оценках **деловой активности**[1], следует отметить, что первоначально понятие «деловая активность» употреблялось зарубежными экономистами в макроэкономических исследованиях — в исследованиях природы кризиса. В середине XX в. его стали интерпретировать как характеристику динамики, оборота и эффективности объекта управления, включая корпоративный уровень. В этом контексте, оценивая деловую активность, обычно анализируют:

• динамику абсолютных индикаторов и их пропорции;
• параметры оборота капитала (показатели оборачиваемости);
• рентабельность использования капитала; отдельные авторы показатели рентабельности выводят в самостоятельное направление анализа.

Таблица 3.7
Методический инструментарий анализа финансового состояния

Показатель	Экономическое содержание	Алгоритм расчета	Рекомендуемое значение
Рабочий/работающий/ функционирующий капитал*. Собственные оборотные средства (СОС). Чистый оборотный капитал. Чистые оборотные активы. NWC (Net Work Capital)	Оборотные активы, остающиеся в распоряжении компании после расчетов по краткосрочным обязательствам**	Раздел 2 — Раздел 5 *или* Раздел 3 + Раздел 4 — Раздел 1	>0
Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	Доля рабочего капитала в оборотных активах	СОС / Раздел 2	>0,1 или 10%
Коэффициент ликвидности. Ликвидность баланса. Общая (текущая) ликвидность. Общий коэффициент покрытия. Cover ratio. Current ratio	Объем оборотных средств в расчете на 1 руб. краткосрочных обязательств; характеристика способности компании не только рассчитаться по текущим долгам, но и продолжать хозяйственную деятельность	Раздел 2 / Раздел 5	>2

[1] В России термин «деловая активность» появился из переводных изданий в начале 90-х гг. XX в.

польз. №486952; dt: 1569488608, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488615, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Продолжение таблицы

Показатель	Экономическое содержание	Алгоритм расчета	Рекомендуемое значение
Коэффициент быстрой/ промежуточной/срочной/ относительной ликвидности. Quick ratio	Характеристика наиболее ликвидного покрытия обязательств	(Дебиторская задолженность + Денежные активы***) / / Раздел 5	0,6–1
Коэффициент абсолютной/ мгновенной/немедленной ликвидности. Коэффициент платежеспособности, «Кислотный тест». Коэффициент лакмусовой бумажки. Acid-test ratio	Характеристика абсолютно ликвидного покрытия обязательств	Денежные активы*** / Раздел 5	0,2–0,5
Коэффициент автономии. Коэффициент независимости. Коэффициент концентрации собственного капитала. Коэффициент собственности	Доля собственного капитала в источниках финансирования, характеризующая независимость компании от кредиторов	Раздел 3[4*] / Валюта баланса	Зарубежный стандарт >0,3. Ранний российский стандарт >0,7. Современный российский стандарт >0,5
Коэффициент финансовой зависимости. Коэффициент концентрации заемного капитала	Доля заемного капитала в источниках финансирования, характеризующая зависимость компании от кредиторов	(Раздел 4 + Раздел 5) / Валюта баланса *или* 1 — Коэффициент автономии	Зарубежный стандарт <0,7. Ранний российский стандарт <0,3. Современный российский стандарт <0,5
Коэффициент финансирования. Финансовый рычаг	Соотношение заемных и собственных источников финансирования или общий долг в расчете на единицу собственного капитала	(Раздел 4 + Раздел 5) / Раздел 3 (возможен обратный вариант с соответствующей корректировкой критерия)	Зарубежный стандарт <2. Ранний российский стандарт <0,5. Современный российский стандарт <1
Эффект финансового рычага. Финансовый леверидж	Математически более сложная модель определения финансового рычага	(1 – Ставка налога на прибыль) × × ($R_{активов}$ – % за кредит) × (Заемный капитал[5*] / Собственный капитал)	$^1/_3 - ^1/_2$ рентабельности активов
Коэффициент покрытия внеоборотных активов. Коэффициент структуры долгосрочных вложений. Правило левой и правой руки	Характеристика покрытия долгосрочных активов долгосрочными источниками финансирования	(Раздел 3 + Раздел 4) / / Раздел 1 (возможен обратный вариант с соответствующей корректировкой критерия)	>1

польз. №486952; dt: 1569488615, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488621, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Показатель	Экономическое содержание	Алгоритм расчета	Рекомендуемое значение
Коэффициент маневренности собственного капитала	Показывает, какая часть собственного капитала используется для финансирования текущей деятельности, а какая часть капитализирована	COC / Раздел 3	0,5

* Иногда в литературе выделяют понятия «общий рабочий капитал» (TWC — все активы), «рабочий капитал» WC (оборотные активы), «требуемый рабочий капитал» (запасы + дебиторская задолженность — кредиторская задолженность).
** Отдельные авторы при расчете рабочего/работающего капитала в составе Раздела 5 не учитывают бесплатную кредиторскую задолженность.
*** Денежные активы могут трактоваться в узком смысле (денежные средства) и в широком смысле: денежные средства + эквиваленты (краткосрочные финансовые вложения).
4* В целях упрощения собственный капитал обычно приравнивается к итогу Раздела 3 баланса.
5* При расчете ЭФЛ заемный капитал может отражаться без учета бесплатной кредиторской задолженности.

Основные инструменты анализа деловой активности приведены в табл. 3.8.

Таблица 3.8
Инструменты анализа деловой активности

Показатель	Экономическое содержание	Алгоритм расчета
Темп роста	Инструмент горизонтального (трендового) анализа, характеризующий динамику роста	$N_{t+1} / N_t \times 100$
Темп прироста	Инструмент горизонтального (трендового) анализа, характеризующий приращения	$(N_{t+1} - N_t) / N_t \times 100$
Коэффициент устойчивого роста (КУР)	Условие роста, адекватное объему реинвестированной прибыли ($P_{reinvest}$) или рост, сбалансированный по источникам финансирования	$P_{reinvest} / E = (P - div) / E = (1 - div / P)$
Модель BCG (оценка устойчивости роста)	Увеличение объема продаж при условии сохранения операционной и финансовой политик неизменными	ROS × AT × FL × b, где ROS (return on sale) — рентабельность продаж; AT (asset tournover) — оборачиваемость активов; FL (financial leverage) — мультипликатор капитала; b — норма накопления
Золотое правило экономики предприятия	Сопоставление темпов роста прибыли, объема продаж и активов* (имущества)	$T_{роста\ прибыли} > T_{роста\ продаж} > T_{роста\ активов} > 100\%$
Общий коэффициент оборачиваемости Оборачиваемость совокупного капитала	Объем продаж (S) в расчете на 1 руб. совокупного капитала	S / Валюта баланса

польз. №486952; dt: 1569488621, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488627, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Показатель	Экономическое содержание	Алгоритм расчета
Коэффициент оборачиваемости оборотных активов	Объем продаж в расчете на 1 руб. оборотных активов	S / Раздел 2
Коэффициент загрузки	Показатель, обратный коэффициенту оборачиваемости	Раздел 2 / S
Период оборота. Длительность оборота**	Длительность кругооборота оборотных активов в днях	Раздел 2 × T / S, *или* Коэффициент загрузки × T
Операционный цикл (ОЦ)	Характеристика длительности кругооборота операционных оборотных активов	Сумма периодов оборота операционных оборотных активов
Финансовый цикл	Операционный цикл, скорректированный на период оборота кредиторской задолженности	ОЦ — период оборота кредиторской задолженности
Рентабельность продаж***. Коммерческая рентабельность. ROS (Return on Sales)	Характеристика прибыльности (Р) /эффективности продаж	P × 100 / S
Рентабельность производства. Рентабельность хозяйственной деятельности. Хозяйственная рентабельность. Рентабельность текущих затрат. ROCC (return on current costs)	Характеристика уровня прибыли, полученной на единицу затрат (расходов, себестоимости, издержек, cost — C)	P × 100 / C
Рентабельность активов. Рентабельность имущества. Рентабельность совокупного капитала. ROA (return on assets)	Характеристика уровня прибыли, генерируемой всеми активами	P × 100 / Валюта баланса
Рентабельность собственного капитала. Финансовая рентабельность. ROE (return on equity)	Характеристика уровня прибыльности собственного капитала	P × 100 / Раздел 3
Рентабельность инвестиций. ROI (Return on Investement)	Характеристика уровня прибыльности инвестированного капитала	P × 100 / (Раздел 3 + Раздел 4)
Экономическая рентабельность. Рентабельность чистых активов	Уточненная характеристика рентабельности капитала	P^{4*} / (Активы — кредиторская задолженность)

польз. №486952; dt: 1569488627, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488633, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

* Отдельные авторы сопоставляют динамику прибыли и продаж с изменением совокупного капитала, что, по сути, аналогично темпу роста активов (имущества).
** Отдельные авторы при расчете периода оборота запасов считают необходимым соотносить запасы не с объемом продаж, а с себестоимостью.
*** Расчет показателей рентабельности может производиться по любой разновидности прибыли: маржинальной (доходы за вычетом переменных расходов), операционной (EBIT) или прибыли от продаж, налогооблагаемой или прибыли до налогообложения, чистой или прибыли после налогообложения (последнее предпочтительней).
4* Прежде всего EBT (операционная прибыль за вычетом процентов или прибыль до вычета налогов и обязательных платежей).

В дополнение к анализу имущественного потенциала, финансового состояния и деловой активности в финансовой аналитике на протяжении многих десятилетий используется VCP-анализ (Volume — Cost — Profit) (операционный или маржинальный анализ, анализ чувствительности прибыли):

- анализ выстраивается в структуре «доходы — расходы — прибыль»;
- отслеживает зависимость финансового результата от себестоимости и объема продаж;
- основывается на делении расходов на условно-постоянные и условно-переменные; вследствие этого он, как правило, невозможен по данным внешней отчетности и представляет собой коммерческую тайну;
- оперирует понятием «маржа», или «маржинальный доход».

Основные методические приемы этого анализа — метод безубыточности и метод левериджа — приведены в табл. 3.9 и 3.10 соответственно.

Таблица 3.9
Инструментарий метода безубыточности

Показатель	Экономическое содержание	Алгоритм расчета
Маржинальный доход	Характеризует добавленную стоимость	Объем продаж — Переменные расходы *или* Постоянные расходы + Прибыль
Точка безубыточности. Критический объем продаж. Мертвая точка. Порог безубыточности. Break-even analysis. Нулевые продажи (*натуральные единицы, н.е.*)	Объем продаж в натуральных единицах, при котором компания окупает затраты, но не получает прибыль	Постоянные расходы / (Цена — Удельные переменные расходы) *или* Постоянные расходы / Удельный маржинальный доход
Точка безубыточности. Критический объем продаж. Мертвая точка. Порог безубыточности. Break-even analysis. Нулевая бухгалтерская прибыль (*стоимостные единицы*)	Объем продаж в стоимостных единицах, при котором компания окупает затраты, но не получает прибыль	Постоянные расходы / Удельный вес маржинального дохода в объеме продаж *или* Объем продаж в точке безубыточности в н.е. × Цена
Запас финансовой прочности	Характеризует резерв сокращения объема продаж до попадания в точку безубыточности	(Текущий объем продаж — Порог безубыточности) / Текущий объем продаж

польз. №486952; dt: 1569488633, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488640, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Показатель	Экономическое содержание	Алгоритм расчета
Точка прибыльности (натуральные единицы)	Объем продаж в натуральных единицах, позволяющий выйти на заданную (целевую) прибыль	(Постоянные расходы + Целевая прибыль) / (Цена — Удельные переменные расходы) *или* (Постоянные расходы + Целевая прибыль) / Удельный маржинальный доход
Точка прибыльности (стоимостные единицы)	Объем продаж в стоимостных единицах, позволяющий выйти на заданную (целевую) прибыль	(Постоянные расходы + Целевая прибыль) / Удельный вес маржинального дохода *или* Объем продаж в н.е. в точке прибыльности × Цена

Таблица 3.10
Инструментарий метода левериджа

Показатель	Экономическое содержание	Алгоритм расчета
Сила операционного рычага. Эффект операционного левериджа	Показывает, насколько изменится прибыль при изменении объема продаж	Маржинальный доход / Прибыль
Эффект финансового рычага	Позволяет определить безопасный объем заемных средств и рассчитать допустимые условия кредитования	(Прибыль + Проценты за кредит) / Прибыль
Эффект финансового левериджа (ЭФЛ)	Математически более сложная модель оценки эффекта финансового рычага	(1 — Ставка налога на прибыль) × ($r_{активов}$ —% за кредит) × (Заемный капитал / Собственный капитал)

Как отмечалось ранее, финансовая аналитика имеет давнюю историю. Зародившись в конце XIX в., эта методология постоянно эволюционировала, адаптируясь к изменениям в хозяйственной среде и в силу развития финансовой науки и практики. Проследим в исторической эволюции изменения в представлениях о таких фундаментальных финансовых понятиях, как прибыль, ликвидность, безубыточность.

История экономической мысли дает различные синонимы понятия «**прибыль**», которые выделяются как составляющие прибыли либо как факторы, прямо или косвенно влияющие на этот показатель финансового результата: «богатство», «излишек», «доход», «рента», «прибавочная стоимость», «процент» и др. В XX столетии понятие «прибыль» дифференцировалось на бухгалтерскую (accounting profit, AP) и экономическую (economic profit, EP). Последняя представляет собой бухгалтерскую прибыль (AP), скорректированную на сумму транзакционных (альтернативных, вмененных, неявных, имплицитных издержек: Cost

польз. №486952; dt: 1569488640, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488647, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

of Alternative, $C_{alternativ}$). Наряду с этим в середине 80-х гг. XX в. возникло понятие экономической добавленной стоимости (EVA), которая представляет собой операционную прибыль после уплаты процентов и налогов (NORAT) с учетом эквивалентов собственного капитала за вычетом затрат на капитал (WACC × IC). И, наконец, с конца прошлого столетия в финансовых практиках активно использует показатель EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) — расчетный показатель, характеризующий прибыльность основной деятельности (EBIT), без учета амортизации (Amortization, A) и переоценки активов. EBITDA характеризует текущую экономику бизнеса, абстрагируясь от единовременных расходов инвестиционного характера (показатель особенно популярен в капиталоемких видах деятельности — сталелитейное производство, беспроводная связь, кабельное телевидение и др.). EBITDA показывает инвесторам, насколько прибыльным был бы бизнес, если исключить разовые затраты на создание инфраструктуры — таким образом он выправляет «аномалии» восприятия в основных показателях (денежный поток или прибыль), случившиеся из-за разовых событий. Несмотря на большую популярность показателя на финансовых рынках, стандарты финансовой отчетности (IFRS, US GAAP и др.) прямо не рекомендуют использовать показатель EBITDA как нарушающий базовые принципы учета.

Ликвидность происходит от латинского liquidus, что в переводе означает «текучий», «жидкий», т.е. ликвидность дает тому или иному объекту характеристику легкости, движения, перемещения. Термин «ликвидитет» был заимствован из немецкого языка и первоначально использовался по существу в банковском деле. Так, под ликвидностью подразумевалась способность активов к быстрой и легкой мобилизации. Позднее термин стали применять к активам всех хозяйствующих субъектов. Так возникло понятие ликвидности активов. Кроме того, с конца XIX в. экономисты стали отмечать важность соблюдения соответствия между сроками активных и пассивных операций со стороны краткости или долговременности. В этих балансовых зависимостях особое место отводилось соотношению краткосрочных активов и краткосрочных пассивов. Так возникло понятие ликвидности баланса[1]. В последние десятилетия XX в. (в России — в новом тысячелетии) по мере трансформации корпоративных приоритетов возникло понятие «ликвидность компании/бизнеса», под которым понимается способность компании/бизнеса быть быстро проданным по цене, близкой к рыночной. В этом контексте в качестве измерителей ликвидности стали использовать коэффициент Тобина, P/A, P/S, P/E и другие коэффициенты-мультипликаторы, индикаторы VBM-концепции. И, наконец, уже в новом тысячелетии возникло понятие «ликвидность капитала для собственников». В этом качестве на развитых рынках используют FCFE (Free Cash Flow to Equity) — поток денежных средств, свободный для изъятия из бизнеса его владельцами.

Таким образом, в современной экономической литературе термин «ликвидность» имеет широкий спектр применения и характеризует совершенно разные объекты экономики. Он используется и как самостоятельная экономическая категория, и в сочетании с другими понятиями, касающимися конкретных объектов экономической жизни (товар, ценная бумага) и субъектов национальной экономики (банк, предприятие, рынок), а также для определения характерных черт деятельности экономических субъектов (ликвидность активов, ликвидность баланса).

Метод безубыточности (break-even analysis) основывается на нахождении точки безубыточности (критического объема продаж, мертвой точки, порога безубыточности, нулевой бухгалтерской прибыли) и является одним из фундаментальных способов финансовых

[1] *Хотинская Г.И.* Финансовый менеджмент. М.: Дело и сервис, 2006. С. 90—91.

польз. №486952; dt: 1569488647, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488653, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

оценок. В изначальном варианте метод использовался для определения объема продаж в натуральных или стоимостных единицах, при котором компания окупает затраты, но не получает прибыль. Поскольку прибыль находится в обратно пропорциональной зависимости от уровня расходов (чем выше расходы, тем меньше прибыль при определенном уровне продаж и наоборот), анализ безубыточности легко модифицируется в анализ прибыльности — точку прибыльности (рентабельности), с помощью которой определяют объем продаж, позволяющий выйти на заданную (целевую) прибыль. В конце прошлого столетия с появлением понятия «экономическая добавленная стоимость» точка безубыточности трансформировалась в EVA-безубыточность или экономическую безубыточность, которая характеризует порог безубыточности с учетом расходов на инвестированный капитал (WACC × I)[1]. И, наконец, уже в новом тысячелетии возникло понятие «точка стратегического разрушения стоимости» (value break-even), характеризующая параметры развития, позволяющие избежать разрушения стоимости бизнеса.

Описанное выше — иллюстрация эволюции в фундаментальных финансовых понятиях, которые обусловлены системными трансформациями макроэкономического характера, радикальными изменениями в финансовом поведении и мышлении экономических агентов, сдвигом парадигмы в корпоративных курсах, что особенно активно происходит в последние два десятилетия.

Современные финансовые измерения развивают и дополняют бухгалтерскую традицию финансового анализа, делают финансовую аналитику более многомерной, создают методическую основу для выбора корпоративным менеджментом индикаторов, адекватных целеполаганию той или иной компании, масштабу деятельности, структуре собственности и т.д. В этих измерениях особое место отводится индикаторам VBM-концепции, которые используются для выбора лучшей модели реструктуризации компании, о чем речь пойдет в главе 14.

Подведем некоторые итоги. Последние десятилетия характеризуются масштабными изменениями в экономических системах мега-, макро- и микроуровня. Признаком (и следствием) этих изменений становится гигантский рост финансовой информации, включая биржевую и корпоративную информацию. Последняя не только характеризует качество корпоративного управления в целом и финансовых решений в частности, но и обусловливает позиционирование компании в деловом сообществе, в том числе на финансовых рынках.

Модели и стандарты раскрытия корпоративной финансовой информации эволюционируют вместе с трансформациями в экономике. Смена парадигмы в корпоративных курсах обусловливает изменение стратегических целей и ключевых индикаторов результативности финансово-хозяйственной деятельности компаний. В этих условиях трансформируются фундаментальные финансовые дефиниции и правила чтения финансовой информации. Владение современными финансовыми технологиями в раскрытии и интерпретации финансовой информации — необходимое условие профессиональной грамотности современного финансиста.

Ключевые термины

- Финансовая информация.
- Корпоративная отчетность.

[1] Следует отметить, что с появлением EVA трансформировался не только метод безубыточности, но и метод левериджа. Возникло понятие «EVA-леверидж», с помощью которого определяют, насколько изменится EVA при изменении объема продаж.

польз. №486952; dt: 1569488653, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488658, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- Модели раскрытия корпоративной финансовой информации.
- Аналитический инструментарий.
- Консолидированная финансовая отчетность.
- Сводная финансовая отчетность.
- Сегментная финансовая отчетность.
- Агрегирование финансовой отчетности.
- Основные формы финансового репортинга.
- Интегрированный отчет.
- Экспресс-диагностика корпоративной финансовой информации.

Контрольные и дискуссионные вопросы и задания

1. Что отличает финансовую информацию от других видов информации?
2. Дайте характеристику глобальному и национальному рынкам финансовой информации.
3. Какова роль корпоративной отчетности в деловом обороте и обосновании управленческих финансовых решений?
4. Опишите модели и стандарты раскрытия корпоративной финансовой информации.
5. Дайте сравнительную оценку РСБУ и МСФО в формировании основных форм бухгалтерской отчетности.
6. Перечислите основные формы и каналы распространения корпоративной финансовой информации.
7. Каковы современные тенденции в раскрытии корпоративной информации в мире и в России?
8. Перечислите основные направления анализа финансовой информации, их взаимосвязь и взаимообусловленность.
9. Опишите методический инструментарий анализа финансового состояния компании (краткосрочный и долгосрочный аспекты).

Ключевые функции Bloomberg

GLCO — Мировые цены на сырьевые товары.
FXC — Матрица валютных курсов.
ECFC — Экономические прогнозы.
ECST — Мировая экономическая статистика.
LOIS — Монитор ликвидности 3-м. Спред LIBOR-OIS.
WEI — Мировые фондовые индексы.
MOST — Наиболее активные бумаги.
FXIP — Информационный портал валют.
CBQ — Обзор рынка по стране.
IBQ — Анализ индустрии.

польз. №486952; dt: 1569488658, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488666, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

раздел 2

ОЦЕНКА КАПИТАЛА КОМПАНИИ И СТРАТЕГИИ РОСТА

польз. №486952; dt: 1569488666, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488672, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 4

Денежные потоки в корпоративных финансах

Денежный поток, как одна из характеристик финансов корпораций, всегда находится в центре внимания теоретиков и практиков. Данная глава позволит и вам присоединиться к когорте этих неутомимых исследователей и, возможно, внести свой вклад в разработку моделей денежных потоков и их использование в эффективном финансовом менеджменте.

Изучив материалы данной главы, вы узнаете:

- сущности и определения денежного потока с точки зрения современного учения о финансах и с позиции практикующих специалистов: бухгалтеров, финансовых и стоимостных аналитиков, оценщиков, консультантов и менеджеров;
- принципы отражения движения денежных средств в отчетности, способов расчета, моделирования и прогнозирования денежных потоков, возможностей и ограничений их использования в корпоративных финансах.

4.1. Понятие денежного потока

Денежный поток — один из важнейших показателей, характеризующих результативность и специфику движения денежных средств корпорации. Все виды операций компании происходят за счет непрерывного движения денежных средств, что составляет основу денежного потока, обусловливает необходимость его измерения и использования в качестве одного из основных показателей успешности компании, а также расчета ее стоимости.

Термин «денежные потоки» происходит от английского словосочетания cash flow, что означает «поток наличных денег». В середине 50-х гг. XX в. в США такими экономистами, как Л.А. Бернстайн, Ю. Бригхем, Дж.К. Ван Хорн и др. была разработана концепция денежных потоков компаний. Концепция включала оценку факторов, которые определяли величину элементов денежного потока, оценку риска, выбор коэффициента дисконтирования в условиях стабильной рыночной экономики.

В настоящее время экономисты по-разному трактуют понятие денежного потока. К примеру, И.А. Бланк рассматривает денежные потоки как основные показатели, характеризующие эффект инвестиций в виде возвращаемых инвестору денежных средств. А у Р.А. Брейли и С.С. Майерса другой взгляд на данный термин: «Поток денежных средств от производственно-хозяйственной деятельности определяется вычитанием себестоимости проданных товаров, прочих расходов и налогов из выручки от реализации». В.В. Бочаров рассматривает денежный поток как объем денежных средств, который получает или выплачивает организация в течение отчетного или планируемого периода. Из всего вышеска-

польз. №486952; dt: 1569488672, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488679, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

занного можно сделать вывод, что денежные потоки являются совокупностью выплат и поступлений денежных средств, которые распределяются в течение определенного времени благодаря тому, что реализован какой-либо проект или функционировал какой-либо актив.

Если представить корпорацию в виде живого организма, то «кровеносной системой», транспортирующей (поставляющей) необходимые для жизнедеятельности денежные средства, распределяющей их в целях наиболее рационального и эффективного использования, приводящего к росту стоимости, являются именно денежные потоки.

> **Денежный поток** — это движение денежных средств, направленное в корпорацию и из корпорации, в проект и из проекта, на протяжении всего жизненного цикла компании, актива или финансового продукта.

Денежный поток формируется и обычно измеряется в рамках определенного ограниченного периода (финансового года, полугодия, квартала, месяца) времени. Денежные потоки, рассчитанные в каждый год определенного по длительности периода в прошлом, обозримом будущем или в отдаленном будущем периоде, уходящем в бесконечность, называются денежными потоками ретроспективного периода, денежными потоками прогнозного периода и денежными потоками постпрогнозного периода.

Денежный поток не возникает «по мановению волшебной палочки», его генерирует тот или иной объект собственности, финансовый продукт, компания в течение жизненного цикла. Поэтому денежный поток можно определить также как совокупность входящих и исходящих денежных средств, образующихся в результате хозяйственной деятельности объекта или его использования в хозяйственном обороте. Если объектом является корпорация, то денежный поток корпорации образуется в результате ее хозяйственной деятельности, подразделяющейся на операционную, инвестиционную и финансовую. Соответственно можно выделить операционный денежный поток, инвестиционный и финансовый потоки.

Денежные потоки отражаются в финансовой отчетности корпорации как движение денежных средств в соответствующих формах отчетности. В бухгалтерском учете денежный поток корпорации — это разница (сальдо) между наличными денежными средствами в начале и наличными денежными средствами в конце отчетного периода. Денежный поток будет положительным, если сальдо на конец отчетного периода больше, чем в начале периода. Денежный поток увеличивается с ростом продаж товаров и оказания услуг, с продажей активов, с понижением расходов, с увеличением цены продаж, с увеличением оборота (с повышением коэффициента и уменьшением срока покрытия дебиторской задолженности, т.е. с ускорением возврата платежей от клиентов), с увеличением срока покрытия кредиторской задолженности (т.е. с отсрочкой исходящих платежей), с увеличением собственного капитала или с привлечением новых банковских ссуд. Следовательно, денежным потоком можно управлять.

Уровень денежных средств (бухгалтерский денежный поток корпорации) не обязательно является показателем успеха и эффективности. Высокий уровень денежных средств не означает высокий доход или вообще какой-либо доход, в свою очередь высокий доход не превращается автоматически в положительное сальдо денежных средств.

Таким образом, денежный поток тесно связан с учетом движения денежных средств в бухгалтерском учете. Понятие денежного потока достаточно гибкое и неоднозначное, поскольку может относиться к совокупности всех возникающих потоков денежных средств или к их группам. Поэтому в современной литературе встречаются такие термины: «чистый

польз. №486952; dt: 1569488679, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488686, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

денежный поток», «сальдо денежных средств от операционной (текущей) деятельности», «свободный денежный поток», «денежные поток на собственный капитал», «денежный поток на весь инвестированный капитал» и т.п.

С точки зрения учета движения денежных средств общий денежный поток корпорации (без учета структурных звеньев в соответствии с вертикальной или горизонтальной интеграцией) — это сумма денежных потоков, каждый из которых связан с одним из следующих процессов:

от основной текущей хозяйственной деятельности — сюда попадают денежные средства, получаемые или расходуемые в результате внутренней хозяйственной деятельности компании. Они включают доход в виде денежных средств плюс изменение оборотного капитала;

от хозяйственной (производственной, коммерческой) деятельности компании, включающей операционный и инвестиционный циклы;

от финансовой деятельности, осуществляемой в целях финансирования операционного и инвестиционного цикла, включающей цикл привлечения заемных средств (привлечение заемного капитала, квазизаемного капитала, формирования кредиторской задолженности), а также цикл формирования и увеличения собственного капитала.

В зависимости от этого можно выделить виды денежного потока: **операционный денежный поток; инвестиционный денежный поток; свободный денежный поток или денежный поток от всего инвестированного капитала**, возникающего в результате всей хозяйственной деятельности корпорации и, следовательно, объединяющего операционный и инвестиционный денежные потоки; финансовый денежный поток.

4.2. Виды денежных потоков

Рассмотрим пример предпринимателя малого бизнеса, который «снимает кассу» и подсчитывает выручку вечером. Что же он обнаруживает? Во-первых, он смотрит, сколько потрачено денег на оптовом рынке при закупке товаров, а затем считает, сколько он выручил от реализации продукции в течение дня. Если мы предположим, что предприниматель продал с наценкой весь товар, который он закупил утром, то баланс доходов и расходов за день составит избыток денежных средств.

К сожалению, на практике, особенно в корпорациях, все сложнее. Товар редко закупается утром и распродается к вечеру, особенно в случае, когда основная деятельность компании — промышленное производство.

Переработка сырья — это часть операционного цикла, длина которого сильно варьируется: для газетной прессы операционный цикл составляет день, в то время как в коньячном бизнесе — это семь лет.

Таким образом, существует промежуток времени между закупкой сырья и продажей готового товара. И этот промежуток времени не единственная трудность. Для компаний не типично закупать и продавать за наличный расчет. Обычно поставщики предоставляют возможность отсрочки платежа, а сами компании в свою очередь предоставляют возможность отсрочки платежа своим заказчикам. День поступления денежных средств от продаж очень часто не совпадает с днем, когда эти продажи имели место.

В результате применения практики отложенных платежей (дебиторская и кредиторская задолженность) и того времени, которое требуется для производства и продажи продуктов или услуг, операционный цикл компании занимает определенный период времени, что приводит к временному интервалу между притоками и оттоками денежных средств —

польз. №486952; dt: 1569488686, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488692, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

поступлениями и платежами и, следовательно, к **несовпадению по времени исходящих и входящих денежных потоков**.

Каждая корпорация имеет свой операционный цикл определенной протяженности, который с точки зрения денежных потоков может привести к положительным или отрицательным денежным потокам на разных этапах, в разные моменты времени. Операционные исходящие и входящие денежные потоки разных циклов анализируются по периодам (т.е. по месяцам или по годам). Баланс таких потоков называется «операционными денежными потоками» или «денежными средствами от операционной (текущей) деятельности».

В конкретных терминах сальдо денежных средств от операционной текущей деятельности представляет собой денежные потоки, сгенерированные текущей операционной деятельностью компании.

Естественно, что если нет значительной разницы во времени между датой поступлений и датой отчислений, вызванной особыми обстоятельствами (период открытия, регистрации и раскрутки бизнеса, интенсивный рост, сильные сезонные колебания), то баланс от операционных поступлений и отчислений должен быть положительным.

Денежные средства от операционной деятельности обращаются независимо от учетной политики бухучета в корпорации, поскольку речь идет только о денежных потоках. Ни амортизационная политика компании, ни политика снабжения (материального обеспечения), ни методы оценки запасов, ни технологии отсрочки расходов на несколько периодов не влияют на расчет денежных потоков.

Однако на денежный поток корпорации влияют решения о том, как распределить платежи между инвестиционными и операционными расходами.

Инвестиционные и операционные оттоки (расходы)

Вернемся к примеру владельца овощной лавочки, который решает включить в ассортимент своих товаров мороженые продукты.

Операционный цикл больше не будет тем же самым — он изменится. Например, наш торговец овощами начнет получать продукцию раз в неделю от поставщиков и в связи с этим ему придется иметь дело с гораздо более крупными запасами. Негативный эффект от удлинившегося операционного цикла благодаря значительному увеличению запасов может быть нивелирован за счет увеличения кредитования со стороны поставщиков. Но ключевым моментом в этой ситуации является именно понимание того, что операционный цикл изменился.

Операционный цикл индивидуален для каждого бизнеса, и в общем чем сложнее конечный продукт, тем длиннее операционный цикл.

Но важнее тот факт, что еще до запуска нового вида деятельности торговец овощами должен потратить денежные средства на приобретение морозильных камер.

Какое различие существует между инвестиционными и операционными расходами с точки зрения формирования денежных потоков?

Капиталовложения, связанные с приобретением морозильной камеры, представляют основу для нового вида деятельности, успех которой неизвестен. Она несет в себе более высокие риски и окажется выгодной, только если общий баланс денежных потоков от операционной деятельности овощной лавочки увеличится.

И последнее: **инвестиции осуществляются в долгосрочной перспективе и их жизненный цикл длиннее, чем операционный**. Инвестиции простираются на несколько операционных циклов.

Это объясняет различие между операционными и инвестиционными затратами с точки зрения формирования денежных потоков.

польз. №486952; dt: 1569488692, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488697, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Обычные оттоки с точки зрения частного лица отличаются от инвестиционных оттоков тем, что они являются потреблением, в то время как инвестиции представляют собой накопление. Мы увидим, что этот тип решений составляет основу финансов. Только человеку с пуританским сознанием покупка микроволновки доставит большее наслаждение, чем посещение ресторана на ту же сумму! Одна из этих возможностей, между которыми осуществляется выбор, по сути является инвестицией, а вторая — обычным текущим расходом (денежным оттоком).

Какова же цель инвестиций? Инвестиции имеют смысл только в том случае, если решение воздержаться от обычных текущих трат, которые приносят минутное наслаждение, впоследствии приведет к большему вознаграждению.

С позиций денежных потоков, инвестиции — это затраты, в результате которых впоследствии ожидается увеличение сальдо денежных потоков от операционной деятельности, причем это повышение в совокупности доставит радость инвестору, даже если ему придется отказаться от сиюсекундного наслаждения.

Это и есть определение **рентабельности инвестиций (капиталовложений)** (будь то промышленных или финансовых) с точки зрения денежных потоков.

Как и операционный цикл, инвестиционный цикл характеризуется серией притоков и оттоков (поступлений и платежей). Но продолжительность инвестиционного цикла гораздо больше, чем продолжительность операционного цикла.

Цель капиталовложений (часто называемых капитальными затратами) заключается в том, чтобы изменить операционный цикл, т.е. обеспечить рост денежных потоков или подкрепить денежные потоки, которые он генерирует.

Эффект от капиталовложений распространяется на несколько операционных циклов. С финансовой точки зрения капитальные затраты имеют смысл, только если поступление денежных средств вследствие этих капиталовложений превышает необходимые платежи (затраты) на сумму не менее чем норма прибыли, ожидаемая инвестором от данных инвестиций.

Необходимо также отметить, что компания может продать некоторые активы, в которые она инвестировала в прошлом. Например, наш малый предприниматель через несколько лет может принять решение поменять морозильную камеру на модель с большей вместимостью за счет реализации старого оборудования. На вырученные деньги с доплатой приобретается новое оборудование. Данная сделка также являлась бы частью инвестиционного цикла.

Разница между денежными потоками от операционной (текущей) деятельности и капитальными затратами за вычетом поступлений от выбытия основных средств (внеоборотных активов) определяет свободный денежный поток до налогообложения.

Свободные денежные потоки могут быть рассчитаны до и после налогообложения. Денежные потоки от операционной деятельности — это понятие, которое зависит от того, как затраты распределяются между операционными и инвестиционными затратами. Если свободные денежные потоки оказываются отрицательными, то необходимо обеспечить дополнительные финансовые ресурсы для покрытия дефицита денежных потоков компании.

Операционный и инвестиционный циклы порождают временные промежутки между денежными потоками. Персонал и поставщики должны быть оплачены до того, как оплата поступит от клиентов. По аналогии инвестиции должны быть осуществлены до того, как они принесут доходы. Этот дефицит денежных потоков ликвидируется путем привлечения **финансовых ресурсов**.

Финансовые ресурсы имеют простое предназначение: они должны покрывать дефицит средств, образующийся вследствие временного интервала между денежными потоками,

польз. №486952; dt: 1569488697, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488703, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

обеспечивая компанию достаточными средствами для поддержания баланса денежных потоков.

Финансовые ресурсы предоставляют инвесторы: акционеры, держатели долговых обязательств, кредиторы и т.д. Финансовые ресурсы не безвозмездны. За предоставление средств впоследствии инвесторы ожидают вознаграждения в виде дивидендов или выплат процентов по кредиту и т.д. Это можно обеспечить, только если операционный и инвестиционный циклы генерируют положительные денежные потоки.

Соразмерно той степени, в которой финансовые инвесторы обеспечили капиталовложения и операционную деятельность, они ожидают получить в различных формах свою справедливую долю от избытка денежных средств, образовавшегося в результате этих циклов.

Таким образом, финансовый цикл это соединяющее звено между инвестиционным и операционным циклами — гранями одного целого.

В самой основе функционирования компании лежит принцип финансирования дефицита средств только за счет использования капитала, который несет бизнес-риски. Такой капитал называется **собственным акционерным капиталом**. Этот тип финансовых ресурсов составляет краеугольный камень финансовой системы. Его значение настолько велико, что акционеры, предоставляющие этот тип финансовых ресурсов, в разных формах наделяются правами принятия решений и контроля над бизнесам. С точки зрения денежных потоков цикл собственного капитала включает в себя поступления (притоки) от увеличения капитала и платежи (оттоки, расход денежных средств) в форме выплат дивидендов акционерам.

По аналогии с частными лицами компании могут принять решение в пользу кредитного финансирования, а не акционерного, чтобы покрыть дефицит денежных средств (дефицит баланса денежных потоков). Банкиры предоставят средства в кредит только после тщательного изучения финансовой стабильности компании. Они хотят быть уверены в возврате кредита и не хотят подвергать себя бизнес-рискам компании. Такой дефицит денежных средств (баланса денежных потоков) может быть краткосрочным, долгосрочным или постоянным, но кредиторы не хотят брать на себя бизнес-риски. Капитал, который они предоставляют, называется **заемным капиталом** компании.

Заемный (кредитный) цикл заключается в следующем: компания берет заем в обмен на обязательство вернуть заемный капитал и выплачивать проценты независимо от хода ее операционного и инвестиционного циклов. Эти шаги представляют собой принятие жестких обязательств, которые обеспечивают уверенность кредитора в том, что его средства будут возвращены в случае выполнения обязательств. Это определение применимо к обоим циклам:

финансирование для инвестиционного цикла с увеличением будущих чистых денежных поступлений, которые покроют возврат заемного капитала с выплатой процентов по кредиту;

финансирование для операционного цикла, с тем чтобы кредит обеспечил вливания денежных средств или же отсрочку определенного оттока денежных средств.

С точки зрения денежных потоков жизненный цикл компании включает в себя операционный и инвестиционный циклы и имеет результатом положительное или отрицательное сальдо свободных денежных потоков. Если свободные денежные потоки — отрицательны, то финансовый цикл покрывает дефицит денежных средств.

При этом надо делать выбор между собственным капиталом, где единственное обязательство компании — это позволить акционерам извлекать полноценную выгоду от успеха компании, и заемным капиталом, где единственное обязательство — это произвести

польз. №486952; dt: 1569488703, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488711, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

возврат данного заемного капитала и выплатить проценты по кредиту вне зависимости от успеха или неудачи в бизнесе.

Риск, который берет на себя кредитор, заключается в возможности того, что это обязательство может быть не выполнено. С точки зрения теории заем можно рассматривать как авансирование будущих денежных потоков, которые поступят от инвестиций и будут гарантированы собственным акционерным капиталом.

Несмотря на то что компании необходимы средства для финансирования инвестиций, она в определенный момент может обнаружить избыток денежных средств, т.е. когда наличие денежных средств превысит требуемые денежные средства.

Избыток денежных средств в таком случае направляется в краткосрочные инвестиции и высоколиквидные ценные бумаги, которые приносят доход, называемый финансовым доходом.

Несмотря на то что на первый взгляд краткосрочные финансовые инвестиции (ликвидные ценные бумаги) можно считать инвестициями, поскольку они подразумевают норму прибыли, мы рассматриваем их как заемные средства. Как мы видим, финансовым управляющим часто приходится привлекать дополнительный кредит только для того, чтобы повторно вложить эти средства в краткосрочные инвестиции без какого-либо извлечения прибыли.

Эти инвестиции реализуются с перспективой гарантировать возможность быстрого выхода без риска и потерь.

Заемные средства и краткосрочные финансовые инвестиции или высоколиквидные ценные бумаги должны рассматриваться не в отдельности и независимо друг от друга, а во взаимосвязи и неразрывно друг от друга.

Подводя итог, мы приходим к следующему упрощенному отчету о движении денежных средств, где баланс денежных потоков отражает чистое уменьшение заемных средств компании за указанный период:

Упрощенный отчет о движении денежных средств

	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Поступления от текущих операций – Платежи от текущих операций			
= Сальдо денежных потоков от текущих операций			
– Капитальные затраты + Поступления от продажи основных средств/внеоборотных активов			
= Сальдо денежных потоков от инвестиционных операций			
– Издержки по операциям финансирования без дохода от финансирования – Налог на доходы юридических лиц + Поступления от эмиссии акций – Выплаты дивидендов			
= Чистое уменьшение кредиторской задолженности			
Включая: Выплату долговых обязательств по кредитам – Новые банковские кредиты и прочие займы + Изменение в высоколиквидных ценных бумагах + Изменение в денежных средствах и их эквивалентах			
= Чистое уменьшение кредиторской задолженности			

польз. №486952; dt: 1569488711, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488716, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Итак, денежные потоки компании можно разделить на четыре категории, т.е. на операционный и инвестиционный денежные потоки, которые возникают вследствие ее хозяйственной деятельности, а также на потоки от операций, связанных с кредитным финансированием хозяйственной деятельности и с ее финансированием за счет собственного капитала.

Для операционного цикла характерны интервалы между положительным и отрицательным сальдо денежных потоков, которые образуются в результате длительности производственного процесса, варьирующейся в зависимости от специфики конкретного бизнеса, и в результате коммерческой политики, выбранной компанией в отношении условий кредитования для ее клиентов, и от ее поставщиков.

Денежные потоки от текущей операционной деятельности компании — это баланс (сальдо) денежных средств от различных текущих операционных циклов хозяйственной деятельности компании в течение определенного периода. Они представляют, как правило, положительную разницу между поступлениями и платежами в связи с текущими операциями.

С точки зрения денежных потоков капитальные затраты должны менять операционный цикл таким образом, чтобы эти изменения приводили скорее к увеличению поступлений от операционной деятельности, нежели наоборот. Роль капитальных затрат заключается в том, чтобы усовершенствовать операционный цикл для повышения уровня рентабельности в долгосрочной перспективе. Эта рентабельность может измеряться только на протяжении нескольких операционных циклов, в отличие от платежей, которые относятся к одному-единственному циклу. В результате инвесторы предпочитают воздерживаться от сиюминутного использования своих средств в пользу более высокой рентабельности денежных потоков от нескольких операционных циклов.

Свободный денежный поток (до налогообложения) может быть определен как сальдо денежных потоков от текущих операций за вычетом капитальных затрат (инвестиционных капиталовложений).

Когда свободный денежный поток компании отрицательный, то дефицит средств покрывается за счет его финансового цикла путем привлечения собственного и заемного капиталов.

Поскольку акционерный капитал подвержен бизнес-рискам, то доход на этот капитал непредсказуем и зависит от успеха бизнеса (инвестиционного проекта). Если компания привлекает финансирование из заемного капитала, то она берет на себя обязательство по возврату средств заемного капитала и выплате процентов по кредиту (финансовые затраты/издержки) в пользу своих кредиторов независимо от успеха инвестиционного проекта. Соответственно долговые заемные средства представляют собой авансирование поступлений от операционной деятельности, инвестиции в которую были гарантированы собственным акционерным капиталом компании.

Краткосрочные финансовые вложения, которые в своей основе принципиально отличаются от капитальных затрат, а также денежные средства должны рассматриваться в привязке к долгу. Мы всегда будем вести обоснование в терминах чистой кредиторской задолженности (т.е. очищенной от денежных средств и высоколиквидных ценных бумаг, которые и являются краткосрочными финансовыми инвестициями) и чистых финансовых издержек (т.е. очищенных от прибыли, полученной от финансовых операций).

4.3. Формирование денежного потока

Для расчета денежного потока используют информацию о движении денежных средств из финансовой отчетности корпорации, которая имеется в следующих документах:

- отчет о движении денежных средств — этот документ позволяет провести анализ трендов денежных потоков в прошлом;

польз. №486952; dt: 1569488716, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488721, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

• бюджет или план денежных потоков — этот документ отражает тренды будущих денежных потоков в рамках проекта в краткосрочный или долгосрочной перспективе.

Отчет о движении денежных средств сводит воедино все поступления и платежи за определенное время, определяет изменение в состоянии чистой задолженности. Отчет о финансовых результатах суммирует всю выручку и расходы, имеющие место в течение отчетного периода.

Правильное понимание бизнес-информации, заложенной в показателе денежного потока, требует гармонизировать два подхода — подход с точки зрения денежных потоков и подход с точки зрения выручки. Для решения этой задачи мы сначала рассмотрим выручку и выплаты с точки зрения денежных потоков. Затем, основываясь на этом анализе, установим связь между изменениями в «благосостоянии» (в выручке) и изменениями в чистой задолженности, которая связывает эти два подхода. Понимание перехода от выручки к изменению в чистой задолженности — это ключевой шаг к пониманию финансовых механизмов бизнеса.

Анализ выручки с позиций денежных потоков. Операционный доход

На первый взгляд поступления от текущей операционной деятельности должны соответствовать выручке от продаж за тот же период, но на самом деле они отличаются, поскольку:

• платежи клиентов могут быть отсрочены (дебиторская задолженность);

• и (или) платежи по счетам, выставленным за предыдущий период, могут быть получены в текущем периоде.

В результате поступления от операционной деятельности равны выручке от продаж, только если выручка от продаж выплачивается и поступает сразу в виде денежной наличности. В противном случае в результате продаж возникает изменение в дебиторской задолженности от торгового оборота.

	–	Увеличение дебиторской задолженности от торгового оборота		
Выручка от продаж		*или*	=	Поступления от текущей операционной деятельности
	+	Уменьшение дебиторской задолженности от торгового оборота		

К сведению

В зарубежной практике компания может выбирать политику начисления выручки: в соответствии с поступлениями платежей от продаж (т.е. за вычетом дебиторской задолженности) либо с момента возникновения задолженности клиента перед компанией за поставляемые ею товары или услуги (т.е. включая сумму дебиторской задолженности). За рубежом рекомендован первый способ, начисления выручки. В российской практике распространен второй способ: т.е. выручка начисляется обычно с момента подписания поставщиком товаров и услуг акта сдачи-приемки в случае и по истечении двухнедельного срока опротестования акта заказчиком. Этот второй способ позволяет показать реальную производственную деятельность, товарооборот и деловую активность компании. Однако он не отражает достоверно доход компании, представляя его завышенным. Выручка предстает завышенной не только за счет искажения реального времени ее поступления, но и за счет включения в выручку просроченной дебиторской задолжен-

польз. №486952; dt: 1569488721, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488727, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ности, подлежащей списанию и составляющей в среднем 10–15% для организаций в конкурентной среде, где рыночное преимущество на стороне покупателя. Таким образом, в России выручка должна быть завышена на 10% именно за счет разницы между датой выставления счета и датой его погашения, т.е. датой реальных денежных потоков — поступлений от продаж.

Для целей налогообложения прибыли при применении метода начисления датой получения дохода признается дата реализации товаров (работ, услуг, имущественных прав), определяемая в соответствии с п. 1 ст. 39 Налогового кодекса РФ (НК РФ) независимо от фактического поступления денежных средств (иного имущества (работ, услуг) и (или) имущественных прав) в их оплату (п. 3 ст. 271 НК РФ). Реализацией услуг признается оказание услуг одним лицом другому лицу, поэтому датой реализации услуг является дата их оказания.

Согласно п. 12 ПБУ 9/99 «Доходы организации», утвержденного приказом Минфина России от 6 мая 1999 г. № 32н, **выручка признается в бухгалтерском учете при наличии следующих условий**:

а) организация имеет право на получение выручки, вытекающей из конкретного договора или подтвержденной иным соответствующим образом;

б) сумма выручки может быть определена;

в) имеется уверенность в том, что в результате конкретной операции произойдет увеличение экономических выгод организации. Уверенность в том, что в результате конкретной операции произойдет увеличение экономических выгод организации, имеется в случае, когда организация получила в оплату актив либо отсутствует неопределенность в отношении получения актива;

г) право собственности (владения, пользования и распоряжения) на продукцию (товар) перешло от организации к покупателю, или работа принята заказчиком (услуга оказана);

д) расходы, которые произведены или будут произведены в связи с этой операцией, могут быть определены.

Изменения в запасах готовой продукции или незавершенного производства

Как мы уже видели в отчете о доходах, составленном методом «по характеру затрат», разница между производством продукции и продажами согласуется с разницей в запасах готовой продукции и незавершенного производства. Эта корректировка (согласование) не требуется в отчете о доходах «по функции затрат». Но это всего лишь запись бухгалтерского учета: вычитание из операционных расходов тех расходов, которые не корреспондируют с проданной продукцией. Это не имеет последствий с точки зрения наличности денежных средств. В результате изменения в запасах должны быть отменены в анализе денежных потоков.

На профессиональном языке бухгалтера это называется «заключительная проводка», «заключительная запись», «выведение остатка/сальдо».

Операционные расходы

Операционные расходы отличаются от операционных выплат/платежей так же, как операционный доход отличается от операционных поступлений. Операционные платежи — это то же самое, что и операционные расходы за определенный период, только когда они скорректированы на:

- разницу во времени, происходящую от условий и сроков платежей компании (кредиты, предоставляемые поставщиками и подрядчиками компании, и т.п.);

польз. №486952; dt: 1569488727, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488733, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- разницу между закупками сделанными и закупками использованными, *т.е. теми закупленными запасами, которые были использованы в производстве готовой продукции или незавершенном производстве*.

Последствиями этой разницы во времени являются:

- изменения в расчетах с поставщиками в первом случае,
- несоответствие между величиной запасов сырья и величиной закупаемых материалов, которое равно величине изменения сырья и товаров для перепродажи во втором случае.

Операционные выплаты = Операционные расходы за вычетом амортизации и убытков от обесценивания материальных ценностей	+ Уменьшение кредиторской задолженности (расчеты с поставщиками) *или* – Увеличение кредиторской задолженности + Увеличение запасов сырья и товаров на перепродажу – Уменьшение запасов сырья и товаров на перепродажу

Единственное различие между операционным доходом и поступлениями, а также между операционными (производственными) расходами и платежами — это временная разница, возникающая в связи с отсрочкой платежей (условиями и сроками платежей) и отсрочкой расходов (изменений в запасах).

Общая сумма этих временных разниц между операционным доходом и расходом, а также между операционными поступлениями и выплатами может быть, таким образом, суммирована в отчете о доходах методом «по характеристикам затрат» и «по функции затрат» (табл. 4.1).

Таблица 4.1

Отчет о доходах «по характеристикам затрат»	Разница	Отчет о движении денежных средств (денежных потоков)
Чистая выручка от продаж + Изменения в запасах готовой продукции и незавершенного производства – Операционные расходы, исключая амортизацию и потери от обесценивания	– Изменение дебиторской задолженности (отложенных платежей) – Изменения в запасах готовой продукции и незавершенного производства (расходы будущего периода) + Изменения в кредиторской задолженности (отсрочка платежей) – Изменение в запасах сырья и товара для перепродажи (расходы будущих периодов)	= Операционные поступления = – Операционные выплаты
= Доход до выплаты процентов и налогообложения	– Изменение в операционном оборотном капитале	= Сальдо денежных потоков от текущей операционной деятельности
Отчет о доходах «по функции затрат»	Разница	Отчет о движении денежных средств (денежных потоков)
Чистая выручка от продаж – Операционные расходы, исключая амортизацию и потери от обесценивания	– Изменение в дебиторской задолженности (отложенные платежи) + Изменение в кредиторской задолженности (платежи будущих периодов) – Изменение в запасах готовой продукции, незавершенного производства, сырья и товара для перепродажи (расходы будущих периодов)	= Операционные поступления = – Операционные расходы (выплаты)

польз. №486952; dt: 1569488733, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488743, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Отчет о доходах «по характеристикам затрат»	Разница	Отчет о движении денежных средств (денежных потоков)
= Доход до выплаты процентов, налогообложения, износа и амортизации	– Изменение в оборотном капитале от операционной деятельности	= Сальдо денежных потоков от текущей операционной деятельности

Обратите внимание, что в центральной колонке табл. 4.1 показаны компоненты изменения в операционном оборотном капитале между двумя периодами. В течение определенного периода изменения в операционном оборотном капитале представляют собой потребность или источник финансирования, который должен быть добавлен или вычтен из других потребностей финансирования или источников финансирования.

Изменение операционного оборотного капитала учитывает разницу между доходом до выплаты процентов, налогов и амортизации и сальдо денежных потоков от операционной деятельности.

Если разница положительна, то она представляет собой потребность в финансировании и тогда речь идет об увеличении операционного оборотного капитала. Если же разница отрицательна, то она представляет собой источник средств и тогда речь идет об уменьшении операционного оборотного капитала. Изменение в оборотном капитале представляет собой прямолинейную разницу во времени между балансом (сальдо) денежных потоков от операционной деятельности (операционными денежным потоком) и благосостоянием, создаваемым операционным циклом (доходом до выплаты процентов, налогов, износа и амортизации). Анализ изменений в оборотном капитале является важной частью финансового анализа.

Капитальные затраты (капитальные вложения)

Капитальные затраты (или инвестиции в основные средства) ведут к изменению того, чем владеет компания, без какого-либо непосредственного увеличения или уменьшения в ее материальном состоянии (богатстве). Следовательно, они не отражаются прямо на отчете о финансовых результатах. Наоборот, капитальные затраты напрямую влияют на отчет о движении денежных средств.

С точки зрения капитальных затрат есть фундаментальное различие между отчетом о доходе и отчетом о движении денежных средств. Отчет о доходе раскладывает капитальные затраты на весь жизненный цикл актива (посредством амортизации), в то время как отчет о движении денежных средств фиксирует только период, в котором была произведена покупка данного актива.

Процесс капитальных вложений компании ведет как к денежным оттокам (выплатам, расходам), которые вовсе не уменьшают ее состояние, так и к признанию в бухгалтерском учете обесценивания купленных активов посредством амортизации, которая не отражает какие бы то ни были денежные выплаты (оттоки, исходящие денежные потоки). Соответственно нет прямой связи между денежным потоком и чистым доходом с точки зрения капитальных вложений.

Финансирование

Финансирование по своей природе — это цикл, специфический для денежных поступлений и выплат (притоков и оттоков). Источники финансирования (новые займы, увеличение капитала и др.) не появляются в отчете о доходе, который отра-

польз. №486952; dt: 1569488743, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488748, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

жает только вознаграждение, выплаченное по некоторым из этих ресурсов, т.е. проценты по кредиту, но не дивиденды на собственный капитал. Денежные оттоки (выплаты), представляющие прибыль от источников финансирования, могут быть проанализированы либо в качестве выплат (например, проценты), либо в качестве распределения состояния, созданного компанией среди поставщиков ее собственного капитала (т.е. дивиденды). Разница между капиталом и выплатами дивидендов не важна в отчете о движении денежных средств, но существенна в отчете о доходах.

Если нет временной разницы между признанием затрат и соответствующим исходящим денежным потоком, то следует различать:

- выплаты процентов по ссудам (финансовые 10688 затраты, расходы на финансирование) и подоходный налог, которые влияют на ситуацию с денежной наличностью компании и на ее выручку;
- вознаграждение, выплачиваемое поставщикам собственного капитала (дивиденды), которое влияет на ситуацию с денежной наличностью, и доходы, относимые на резервы;
- новые займы и выплаты кредитов, увеличение капитала и выкуп пакета акций (когда компания выкупает свои акции или доли от каких-то своих акционеров), которые влияют на положение с наличием денежных средств, но не влияют на доход. В последнюю очередь корпоративный подоходный налог представляет собой расход, который появляется **в отчете о доходах**, и это денежная выплата государству, которая, несмотря на то что, возможно, не предоставит компании никакого финансирования, но предоставит ей целый ряд бесплатных услуг и прав, например услуги полиции, образования, дороги и др. Сейчас мы можем завершить нашу таблицу и пройтись от выручки к уменьшению чистой задолженности (займа). Для этого сравним два отчета: отчет о доходах (о прибыли и убытках) и отчет о движении денежных средств (табл. 4.2).

Таблица 4.2

Отчет о доходах	Разница		Отчет о движении денежных средств
Доход до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации	– Изменение операционного оборотного капитала	=	**Операционный денежный поток**
– Амортизация, износ и потери от обесценивания Основных средств	– Капитальные затраты	=	– Капитальные затраты
	+ Выбытие активов	=	+ Выбытие активов
	+ Амортизация, износ и обесценивание основных средств (неденежные расходы)	=	
= Доход до уплаты процентов и налогов (операционный доход)	+Поступления от эмиссии акций	=	**= Свободные денежные потоки до налогообложения**
– Расходы на финансирование за вычетом дохода от финансовых операций	– Выкуп акций	=	– Расходы финансирования за вычетом дохода от финансовых операций
	– Выплата дивидендов	=	– Корпоративный налог на доходы
– Корпоративный налог на доходы		=	+ Поступления от эмиссии акций
			– Выкуп акций
			– Выплаченные дивиденды
= Чистый доход (чистая выручка)	+ Итоговая величина колонки		= Уменьшение в чистых заемных средствах

польз. №486952; dt: 1569488748, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488756, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Отчет о движении денежных средств. Эта же табл. 4.2 позволяет нам двигаться в обратном направлении и, таким образом, учитывать понижение в чистой величине займа, основанной на отчете о доходах. Чтобы это сделать, нам просто надо снова добавить к чистой прибыли все движения (операции), показанные в центральной колонке:

Чистый доход
+ Амортизация, износ, потери от обесценивания основных средств
– Изменение в операционном оборотном капитале
– Затраты на капитал за вычетом выбытия активов
+ Выбытие активов
– Поступления от эмиссии акций
– Выкуп собственных акций
– Выплата дивидендов
= Уменьшение чистой задолженности по займу

Обычно чистый доход должен поднимать «доступную наличность денежных средств». При этом чтобы рассчитать величину денежного потока, нам надо снова добавить определенные неденежные расходы (амортизацию, износ, потери от обесценивания основных средств), которые были вычтены в отчете о доходах, но которые не несут никаких изменений в наличии денежных средств. Денежный поток появится под названием «доступные денежные средства», только когда разница во времени, отнесенная на операционный цикл, измеряющийся изменением оборотного капитала, будет учтена. В противном случае инвестиционный и финансовый циклы генерируют денежные средства, которые не имеют непосредственного влияния на чистый доход.

От чистого дохода к денежному потоку

Мы только что увидели, что амортизация, износ, потери от обесценивания основных средств и резервы — это неденежные расходы, которые не влияют на положение компании с денежной наличностью. С точки зрения денежных потоков они не отличаются от чистого дохода.

Следовательно, они снова добавляются к чистому доходу, чтобы показать полное финансирование, внутренне инициированное компанией.

Эти два параметра формируют денежные потоки компании, которые бухгалтеры распределяют между чистым доходом, с одной стороны, и амортизацией, с другой стороны. Поэтому денежные потоки могут быть рассчитаны прибавлением определенных неденежных расходов, очищенных от восстановления списанных резервов, к чистому доходу.

Заем для выплаты расходов финансирования — это не то же, что подмена одного займа другим. Первое делает компанию беднее, в то время как второе являет собой управление пассивами (обязательствами). В результате сторонники традиционных взглядов смогли создать концепцию денежного потока. Нам нужно подчеркнуть, что расчет денежных потоков рекомендовано производить до расчета какого-либо увеличения капитала (или его уменьшения) за счет выбытия активов и до единовременных выплат, которые не влияют на них.

«Денежный поток» — не такое четкое понятие, как «доход до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации». При этом может быть установлена прямая связь между этими двумя понятиями путем выведения величины денежного потока из отчета о доходах косвенным методом «сверху вниз»:

польз. №486952; dt: 1569488756, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488763, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Доход до уплаты процентов, налогов и амортизации
– Расходы финансирования, за вычетом доходов от финансовых операций
– Корпоративный подоходный налог
= Денежный поток

Или методом «снизу вверх»:

Чистый доход
+ Амортизация, износ и потери от обесценивания
+/– Капитальные потери/прирост при выбытии активов
+/– Другие неденежные статьи
= Денежный поток

«Денежный поток» находится под влиянием тех же учетных норм и регламентов, что и «доход до вычета процентов, налогов и амортизации». Аналогично на него не влияют учетные нормы, применимые к материальным и нематериальным внеоборотным активам. Заметьте, что расчетный метод слегка отличается для консолидированной отчетности, поскольку вклад дохода, начисляемого на основании собственных средств в консолидированную чистую прибыль, заменяется получением выплат дивидендов. Это происходит благодаря тому, что материнская компания в действительности не получает доход от аффилированного предприятия, поскольку она не контролирует его, а всего-навсего получает дивиденды.

Далее, денежный поток рассчитывается на уровне группы без учета интересов меньшинства. Это кажется логичным, поскольку материнская компания контролирует и распределяет денежные потоки всех своих консолидированных дочерних структур. В отчете о движении денежных средств миноритарные интересы в подконтрольных дочерних компаниях отражаются только через выплату дивидендов, которые они получают.

От денежных потоков к денежным потокам от операционной деятельности

Как уже говорилось, понятие денежных потоков и понятие денежных потоков от операционной (текущей) деятельности — не одно и то же. Чтобы перекинуть мостик от денежных потоков к денежным потокам от операционной деятельности, надо сделать коррекцию на временные различия в денежных потоках, связанные с операционным циклом:

Денежные потоки от операционной деятельности = Денежные потоки – Изменение в операционном оборотном капитале.

Движение денежных средств в инвестированном и финансовом циклах

Мы отделили движение денежных средств, происходящих из операционного цикла, таким образом, чтобы далее отнести прочее движение на инвестиционный и финансовый циклы.

Инвестиционный цикл включает в себя:

- капитальные затраты (приобретение материальных активов и нематериальных активов);
- выбытие основных средств, т.е. ту стоимость, по которой были проданы основные средства, а не любой капитальный прирост или потери (которые не представляют денежные потоки);
- изменения в долгосрочных инвестициях (т.е. финансовые активы).

польз. №486952; dt: 1569488763, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488768, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Так же можно вычленить влияние фактора временных различий в денежных потоках, образованных в рамках данного цикла, кстати неоперационным оборотным капиталом (например, величину кредиторской задолженности поставщику основных средств).

Финансовый цикл включает в себя:

- прирост капитала в денежном выражении;
- выплату дивидендов;
- изменение чистого займа (задолженности), образовавшегося в результате выплат в счет уплаты займов и кредитов (кратко-, средне- или долгосрочных), новых кредитов, изменений в ликвидных ценных бумагах (краткосрочные финансовые вложения), и изменения в денежных средствах и их эквивалентах.

Это возвращает нас к отчету о движении денежных средств, но уже с использованием непрямого (косвенного) метода, который начинается с чистого дохода и классифицирует денежные потоки по циклам (т.е. в рамках текущей операционной (производственной) деятельности, инвестиционной деятельности и финансовых операций).

Данный подход требует следующих комментариев.

А. Хотя порядок, используемый в отчетах о движении денежных средств, указывает на приоритет операционной (производственной) деятельности, важно понимать, что операционная деятельность — это общая и всеобъемлющая категория, которая включает все, что не входит в инвестиционную или финансовую деятельность. То, что входит в операционную деятельность, в большинстве случаев отличается от операционного цикла в строгом смысле слова. Помимо того что вписывается в более узкое определение операционного цикла, операционная деятельность включает расходы на финансирование и налог на доход, которые было бы логичнее отнести на финансовую деятельность или распределить между тремя циклами.

Что же является показателем эффективности операционной деятельности компании:

- операционный денежный поток минус теоретический налог на операционный доход

или

- денежный поток минус изменение в оборотном капитале (что и является операционным денежным потоком)?

Отчет о движении денежных средств компании X (условный пример)

Операционная деятельность			
Чистый доход	50	77	105
+ Амортизация, износ, обесценивание внеоборотных активов	141	143	141
+ Другие неденежные статьи	46	(16)	(44)
= **Денежный поток**	238	204	202
– Изменение в оборотном капитале	28	(40)	(20)
= **Денежный поток от операционной деятельности (А)**	210	244	222
Инвестиционная деятельность			
Капитальные затраты	190	136	126
– Выбытие основных средств	4	5	20
+/– Приобретение/выбытие финансовых активов	(5)	(9)	(12)
+/– Приобретение/выбытие других долгосрочных активов	4	(6)	(2)
= Денежный поток от инвестиционной деятельности (Б)	**186**	**116**	**93**
= Свободный денежный поток после вычета расходов по финансированию (А – Б)	**24**	**128**	**129**

польз. №486952; dt: 1569488768, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488774, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Финансовая деятельность			
Поступления от эмиссии акций (В)	6	3	2
Дивиденды (Г)	37	37	40
А – Б + В – Г = Уменьшение/Увеличение чистой задолженности по займам и кредитам	**(6)**	**94**	**92**
Уменьшение чистой задолженности по займам и кредитам может быть разбито следующим образом:			
Выплата кратко-, средне- и долгосрочных займов и кредитов			
– Новые кратко-, средне- и долгосрочные займы и кредиты	(9)	110	113
+ Изменение в ликвидной ценной бумаге (краткосрочная финансовая инвестиция)	4 12	5 (6)	 (23)
+ Изменение в денежных средствах и их эквивалентах	(13)	(15)	2
= Уменьшение/увеличение в чистой задолженности по кредиту	**(6)**	**94**	**92**

Прежде всего стоит заметить, что разница между двумя названными показателями относится главным образом на финансовые расходы после вычета налога.

В нашем видении операционный денежный поток минус налог на операционную прибыль наиболее применим, поскольку именно это является ключевым фактором, влияющим на принятие инвестиционных решений.

Однако большая часть отчета о движении денежных средств, если не весь отчет, определяет денежные потоки от операционной деятельности как денежные потоки минус изменение в оборотном капитале.

Денежные потоки — это достаточно смешанное понятие, поскольку денежные потоки считаются до перечисления прибыли (дивидендов) на акционерный капитал, но после того, как прибыль (финансовые расходы) будет выплачена на погашение кредита и т.п.

Б. Инвестиционная деятельность отображена как требование финансирования и считается как разница между капитальными затратами и выбытием активов.

В. На практике большинство компаний публикуют свой отчет о движении денежных средств в форме, которая начинается с чистого дохода и переходит далее к изменениям в «денежных средствах и их эквивалентах» либо к изменению в наличности «денежных средств».

Далее, чистая задолженность по кредиту отражает уровень долга компании гораздо лучше, чем денежные средства и их эквиваленты, или лучше, чем денежные средства и их эквиваленты минус краткосрочная задолженность по кредитам, поскольку такая задолженность — это только часть кредитного состояния компании по статусу задолженности по кредиту.

Подведем итоги

Первым шагом в процессе перехода от отчета о доходах к расчету денежных потоков является воссоздание операционных денежных потоков. Единственная разница между операционными поступлениями и операционным доходом, а также между операционными затратами и операционными платежами — это разница во времени, связанная с условиями платежей (отсрочкой платежей) и изменениями в запасах (расходами будущих периодов).

Изменение в операционном оборотном капитале учитывает разницу между операционным денежным потоком и генерированием материальных ценностей («богатства») в пре-

польз. №486952; dt: 1569488774, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488782, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

делах операционного цикла. Результатом является доход до вычета процентов, налогов, износа и амортизации.

Следует помнить, что для капитальных затрат нет прямой связи между денежным потоком и чистой прибылью, поскольку денежный поток фиксирует капитальные затраты по факту совершения соответствующих платежей, а чистый доход расписывает стоимость капитальных затрат на всю полезную жизнь приобретаемого актива.

Отчет о движении денежных средств не различает капитал и вознаграждение, относимые на источник финансирования, в то время как отчет о доходах показывает только прибыль от финансирования с помощью кредитов и заемных средств (расходы по выплате процентов) и корпоративный налог на доход. Чистый доход обычно должен появляться в составе «доступных» денежных средств, вместе с определенными неденежными расходами, которые вместе формируют денежные потоки. Денежный поток может быть переведен в денежное поступление или отток от операционной деятельности.

В итоге, учитывая инвестиционный цикл, что порождает денежные исходящие платежи (оттоки), иногда покрываемые выбытием основных средств, и финансовый цикл, мы приходим к уменьшению чистой задолженности по займам и кредитам.

4.4. Денежные потоки — основа стоимости корпорации

Денежный поток как финансовый показатель широко применяется в практике корпоративных финансов, прежде всего в ходе финансового анализа и стоимостной оценки. Модели оценки, основанные на денежных потоках (CF), являются самыми удобными инструментами оценки стоимости компании.

Общей формулой для расчета величины стоимости бизнеса является следующая:

Сумма текущих стоимостей будущих денежных потоков
\+ Рыночная стоимость избыточных активов
+/– Излишек/Дефицит собственного оборотного капитала.

Стоимость бизнеса Существует несколько суждений о том, что следует понимать под стоимостью бизнеса (стоимостью компании). В российской оценочной практике большинство специалистов под стоимостью бизнеса понимают стоимость собственного капитала компании (100% акций — для акционерного общества). Таким образом, бизнес рассматривается в основном с позиции собственников. В зарубежной практике существует и другая точка зрения, согласно которой под стоимостью бизнеса (стоимостью компании) понимают в большинстве случаев стоимость всего инвестированного в компанию капитала, которым менеджеры управляют в интересах инвесторов (как акционеров, так и долгосрочных кредиторов). В этом случае бизнес (компания) рассматривается с позиции менеджмента. Отличие в расчетах стоимости всего инвестированного капитала либо только собственного капитала будет заключаться в использовании разных видов денежных потоков — для всех инвесторов либо только собственников — и разных ставок дисконтирования, отражающих риск всех инвесторов либо риск только собственников компании.

Несмотря на простоту расчета денежных потоков, существуют несколько методологических особенностей, которыми практикующие оценщики, исходя из уже сформировавшейся практики оценочной деятельности, часто пренебрегают, в результате чего получают ошибочные результаты.

польз. №486952; dt: 1569488782, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488788, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Начнем с более подробного рассмотрения каждого из компонентов трех основных видов денежных потоков (Free Cash Flows, Capital Cash Flows, Equity Cash Flows). Здесь необходимо вспомнить классификацию денежных потоков по циклам деятельности корпорации: операционный и инвестиционный в рамках хозяйственной деятельности, свободный денежный поток, объединяющий два предыдущих, и финансовый денежный поток, возникающий, если корпорация не довольствуется собственным капиталом, а привлекает заемный капитал.

Кроме того, необходимо помнить, что для расчета стоимости корпорации используют денежные потоки, отражающие результат деятельности корпорации за определенный период (в отличие от движения денежных средств в бухгалтерии, отражающего сам процесс деятельности корпорации).

Для определения величины стоимости корпорации, как правило, используют три модели (вида) денежных потоков: свободный денежный поток, или денежный поток от всего инвестированного капитала, отражающий результаты операционной и инвестиционной деятельности корпорации (FCF); денежный поток от собственного капитала, отражающий результаты хозяйственной деятельности корпорации; финансовой (ECF) и денежный поток на все капитальные активы независимо от способа их финансирования (CCF). Каждый из названных денежных потоков состоит из определенного набора компонентов и может быть рассчитан как в номинальных ценах (номинальный денежный поток), так и в реальных (реальный денежный поток), в любой валюте (долларовый, рублевый и т.п. денежный поток).

Для эффективного управления денежными потоками произведем их классификацию по следующим признакам:

1) масштаб обслуживания финансово-хозяйственных процессов (денежный поток предприятия, денежный поток структурного подразделения, денежный поток отдельной хозяйственной операции);
2) вид финансово-хозяйственной деятельности (совокупный денежный поток, денежный поток от текущей деятельности, денежный поток от инвестиционной деятельности, денежный поток от финансовой деятельности);
3) направление движения (приток — входящий денежный поток (является совокупностью за конкретный отрезок времени поступлений денежных средств), отток — исходящий денежный поток (является совокупностью за тот же отрезок времени выплат денежных средств));
4) форма осуществления (безналичный денежный поток, наличный денежный поток);
5) сфера обращения (внешний денежный поток (поступления от физических и юридических лиц денежных средств, а также их выплата), внутренний денежный поток (смена места нахождения денежных средств, а также их форм));
6) продолжительность (краткосрочный денежный поток (вложения денежных средств на срок до 1 года), долгосрочный денежный поток (вложение денежных средств на срок более 1 года));
7) достаточность объема (избыточный денежный поток (поступления денежных средств превышают текущие потребности предприятия), оптимальный денежный поток (баланс поступлений и использования денежных средств), дефицитный денежный поток (поступлений денежных средств недостаточно для удовлетворения текущих потребностей предприятия));
8) вид валюты (денежный поток в национальной валюте, денежный поток в иностранной валюте);

польз. №486952; dt: 1569488788, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488794, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

9) предсказуемость (планируемый денежный поток (возможность предсказать сумму поступления денежных средств на предприятие и их дату), неплановый денежный поток (внеплановое движение денежных средств на предприятии));
10) непрерывность формирования (регулярный денежный поток (использование денежных средств осуществляется постоянно по отдельным интервалам в рассматриваемый период времени), дискретный денежный поток (движение денежных средств, которое связано с осуществлением единичных финансово-хозяйственных операций предприятия в определенный, рассматриваемый период времени));
11) стабильность временных интервалов формирования (регулярный денежный поток с равномерными временными интервалами (поступление и использование денежных средств происходит через равные промежутки времени) — аннуитет, регулярный денежный поток с неравномерными временными интервалами (поступление и использование денежных средств происходит через разные промежутки времени));
12) по времени возникновения можно выделить текущий денежный поток (движение денежных средств, приведенное по стоимости к текущему моменту времени) и будущий денежный поток (движение денежных средств, приведенное по стоимости к конкретному предстоящему моменту времени)).

Также **денежный поток можно разделить на реальный** (реальные ставки, темпы роста) **и номинальный** (фактические ставки и темпы роста).

Денежные потоки корпорации могут быть выражены так:

- FCF (Free Cash Flows) — «очищенный» денежный поток, как и CCF, является денежным потоком, доступным акционерам и кредиторам компании, но не включает налоговые преимущества;
- ECF (Equity Cash Flows) — денежный поток для собственного капитала компании, данный денежный поток доступен для акционеров (собственников) компании;
- CCF (Capital Cash Flows) — денежный поток для всего капитала компании (в российской практике не распространен), данный денежный поток считается для всего капитала и доступен акционерам и кредиторам компании, учитывает так называемый налоговый щит.

Расчет величины денежного потока

Приведем формулы расчета величины денежного потока.

$$FCF = EBIT + Depreciation - Capital\ Expenditures - Working\ Capital\ Increase - Hypothetical\ Taxes\ [Tax\ Rate \times EBIT].$$

Здесь Hypothetical Taxes рассчитывается как Hypothetical Taxes = Tax Rate × EBIT и представляет собой налоги, которые компания заплатила бы, если бы не использовала эффект налогового щита.

$$ECF = EBIT + Depreciation - Capital\ Expenditures - Working\ Capital\ Increase - Interest - Debt\ Payments + Debt\ Issues - Actual\ Taxes.$$

Все элементы данного вида денежного потока практически идентичны по наполнению элементами, обозначенными ранее, за исключением: Debt Payments — погашения кредитов/займов, Debt Issues — величины новых кредитов/займов.

FCF (Free Cash Flow — свободный денежный поток) — близок к CCF, но в отличие от CCF не включает налоговые преимущества.

$$CCF = EBIT + Depreciation - Capital\ Expenditures - Working\ Capital\ Increase - Actual\ Taxes,$$

где EBIT (Earnings before Interest and Taxes) — прибыль компании до вычета процентов и налогов;

польз. №486952; dt: 1569488794, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488801, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Depreciation — амортизация основных средств и нематериальных активов (неденежные расходы компании, возвращающиеся к ней в составе выручки)[1];

Capital Expenditures — капитальные вложения компании в создание инвестиционных активов;

Working Capital Increase — увеличение собственного оборотного капитала компании (части оборотных средств, которая должна финансироваться за счет собственных и долгосрочных заемных средств);

Actual Taxes[2] — рассчитывается как Actual Taxes = (Tax Rate) × (EBIT — Interest) и представляет собой фактически уплаченные компанией налоги (имеется в виду налог на прибыль);

Interest — сумма уплаченных процентов по заемным средствам.

При расчете фактически уплаченных налогов учитывается величина налогового щита (той части расходов, которые выведены из-под налогообложения — проценты по заемным средствам).

Следует заметить, что в России принципиально иной порядок составления финансовой отчетности. Найти аналог показателю EBIT в бухгалтерской отчетности невозможно, так как в соответствии с российскими стандартами проценты за пользование долговыми обязательствами либо включаются непосредственно в себестоимость (текущая деятельность), либо относятся на стоимость активов (инвестиционная деятельность). Поэтому отдельно показатели EBIT и Interest из российской финансовой отчетности вычленить нельзя. Однако в налоговом учете все проценты в пределах определенных законодательством норм учитываются в составе себестоимости при определении налоговой базы по налогу на прибыль, следовательно, необходимые данные для расчета эффекта налогового щита из данных налогового учета получить все-таки можно. Денежный поток CCF близок к FCF, но в отличие от него включает налоговые преимущества.

Пример

Рассмотрим алгоритм расчета денежных потоков. Исходная информация:

- выручка (Sales) — 1 000 000 дол. США;
- рентабельность продаж до вычета процентов и налогов (Operating margin) — 25%;
- доля долга (Debt Ratio) — 40,00%, коэффициент Equity Beta — 1;
- безрисковая ставка по 30-летним облигациям (Risk-free Rate) — 10%;
- рыночная премия — 12%;
- амортизация (Depreciation) — 200 000 дол. США;
- изменения собственного оборотного капитала (Change in Working Capital) — 0;
- капитальные вложения (Capital Expenditures) — 200 000 дол. США;
- налоговая ставка (Tax Rate) — 24,00%;
- ставка по заемным источникам (Weighted Interest Rate) — 10,00%;
- величина выплачиваемых процентов — 46 798 дол. США.

Расчет денежных потоков

Показатель	FCF	CCF	ECF
Выручка	1 000 000	1 000 000	1 000 000
EBIT	250 000	250 000	250 000

[1] В западной практике оценки данная величина корректируется на величину амортизации по затратам, связанным с исследованиями (R&D).

[2] В соответствии с НК РФ все уплаченные проценты (текущего или инвестиционного характера) по заемным источникам с учетом некоторых количественных ограничений.

польз. №486952; dt: 1569488801, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488808, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Показатель	FCF	CCF	ECF
Амортизация	200000	200000	200000
Капитальные вложения	200000	200000	200000
Изменения СОК	0	0	0
Денежный поток от основной хозяйственной деятельности до учета процентов и налогов	250000	250000	250000
Процент, уплачиваемый по заемным источникам	46798	46798	46798
Налоги	60000	48768	48768
Расчет	*= 24% × 250000– – Hypothetical Tax*	*= 24% × (250000– –46798) – Actual Tax*	*= 24% × (250000– –46798) – Actual Tax*
Итого денежный поток			
Расчет	*= 250000–60000*	*= 250000–48768*	*= 250000–48768– –46798*
Результат	**190000**	**201232**	**154433**

Обратим внимание, что при корректном расчете стоимость компании при использовании разных видов денежных потоков должна совпасть.

Расчет ставки дисконтирования и стоимости компании

Показатель	FCF	CCF	ECF
Коэффициент Beta	1 — Equity Beta	0,6000 — Asset Beta	1 — Equity Beta
Ставка дисконтирования	16,2400%	17,2000%	22,0000%
Денежный поток	190000	201232	154433
Продисконтированная величина денежного потока	1169951	1169951	701970,4
Стоимость долга	—	—	467980,3 = = (46798 / 0,1)
Стоимость компании (инвестированного капитала)	1169951	1169951	701970

В приведенном примере в случае с ECF мы дисконтировали денежный поток для собственного капитала исходя из уровня рискованности собственного капитала и, следовательно, получили стоимость собственного капитала. В случае с CCF и FCF — денежный поток для всего инвестированного капитала по соответствующим ставкам и, следовательно, получили стоимость всего инвестированного капитала, из которого, вычтя рыночную стоимость долга, можно получить стоимость собственного капитала.

Несколько слов по поводу определения стоимости заемных источников и выплачиваемых процентов. Исходя из предпосылок приведенных моделей величину выплачиваемых процентов можно определить, только зная рыночную стоимость компании, так как, не зная рыночной стоимости компании, невозможно определить рыночную стоимость долга (исхо-

польз. №486952; dt: 1569488808, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488814, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

дя из заданного целевого соотношения собственных и заемных источников, в примере — 40%). Если для определения стоимости долга берутся не рыночные, а иные данные, то величина стоимости, рассчитанная по каждой из трех моделей, будет отличаться. Модель FCF не требует в расчетах определения величины выплачиваемых процентов (в рамках этой модели мы ограничиваемся целевыми значениями для расчета ставки дисконтирования), что объясняет популярность модели по сравнению со всеми остальными CF в западной практике, особенно для внутренних управленческих целей, когда требуется оценить стоимость всего инвестированного капитала. В своих расчетах величину выплаченных процентов, которую в примере мы определили в качестве исходного значения (46 798 дол. США), мы также рассчитывали исходя из стоимости, полученной с использованием модели FCF.

Необходимо отметить, что одной из предпосылок использования модели CCF является равенство безрисковой ставки и стоимости заемных источников[1], что связано с допущениями расчета Expected Asset Return в части расчета Asset Beta. При несоблюдении этой исходной предпосылки получаемый результат некорректен и не совпадает со стоимостью, полученной по другим CF-моделям.

Особенности расчета стоимости CF-моделями представлены в табл. 4.3.

Таблица 4.3
Особенности расчета стоимости CF-моделями

Показатель	FCF	CCF	ECF
Денежный поток	Денежный поток для всех инвесторов компании без учета положительного эффекта «налогового щита»	Денежный поток для всех инвесторов компании с учетом экономии на налогах по процентам, уменьшающим налоговую базу	Денежный поток для акционеров (собственников)
Ставка дисконтирования	Средневзвешенная стоимость капитала с учетом налоговых преимуществ по заемным источникам (WACC)	Доходность активов компании (Expected Asset Return)	Доходность собственного капитала компании (Expected Equity Return)
Получаемый результат	Стоимость инвестированного капитала	Стоимость инвестированного капитала	Стоимость собственного капитала

Подведем итоги

Существование подобной «многовариантности» денежных потоков обусловлено использованием данной категории не только как инструмента в части определения стоимости компании, но и как инструмента, позволяющего управлять стоимостью компании путем отслеживания изменений и принятия на их основе рациональных управленческих решений.

При использовании моделей денежных потоков важно помнить о корректности расчета и о правильности использования величин, участвующих в расчете денежного потока и ставки дисконтирования; в случае несоблюдения исходных предпосылок моделей получаемый результат не будет абсолютно корректен.

В теории, когда фондовый рынок абсолютно эффективен и соблюдается информационная гипотеза, согласно которой вся информация о перспективах компании доступна инвесторам и уже нашла свое отражение в цене акции компании, величины рыночной стоимости

[1] Возможность занимать по безрисковой ставке.

польз. №486952; dt: 1569488814, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488822, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

компании и рыночной капитализации совпадают. Все указанные модели при расчете ставки дисконтирования имеют именно такую предпосылку. Другими словами, все три способа расчета стоимости компании (ECF, FCF, CCF) ведут к абсолютно одинаковым результатам, только если рыночная стоимость и капитализация компании совпадают (так как каждая модель основана именно на этом). На практике рынок не всегда объективен и эффективен. Очень часто (особенно в российских реалиях) получить данные, основанные на оценках фондового рынка, не представляется возможным. Приходится принимать определенные допущения, брать средние показатели.

Ключевые термины

- Денежный поток.
- Свободный денежный поток.
- Денежный поток от операционной деятельности.
- Финансовые ресурсы.
- Собственный оборотный капитал.
- Заемный капитал.
- Денежный поток от инвестиционной деятельности.
- Денежный поток от финансовой деятельности.
- Выручка.
- Операционный доход.
- Операционные расходы.
- Чистый доход.

Контрольные и дискуссионные вопросы и задания

1. При каких условиях модели дисконтированных денежных потоков CCF, ECF, FCF дадут одинаковый результат?
2. Величина каких процентов включается в понятие налогового щита?
3. Чем отличается бухгалтерская трактовка денежного потока от той, которая используется в стоимостной оценке?
4. Какие элементы денежного потока отражают операционную, финансовую и инвестиционную деятельность компании? Докажите свою правоту с помощью анализа финансовой отчетности компании и логических рассуждений.
5. Учитывается ли и каким образом в составе денежного потока изменение величины собственного оборотного капитала (рабочего капитала)?
6. В чем различие и в чем схожесть таких показателей, как капиталовложения, капитальные затраты, амортизация и износ?
7. Почему корпоративные финансы предполагают использование различных видов денежных потоков?
8. Если вы представляете интересы миноритарных акционеров, то величина какого потока будет вас интересовать в первую очередь? Обоснуйте ответ.
9. Составьте алгоритм построения денежного потока на собственный капитал начиная с показателей «чистая прибыль», «выручка от реализации», «выпуск продукции в натуральном выражении».
10. Сочетание каких элементов денежного потока отражает взаимоотношения компании и банка? О каком виде денежного потока идет речь?

польз. №486952; dt: 1569488822, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488827, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Ключевые функции Bloomberg

GLCO — Мировые цены на сырьевые товары.
FXC — Матрица валютных курсов.
ECFC — Экономические прогнозы.
ECST — Мировая экономическая статистика.
LOIS — Монитор ликвидности 3-m спред LIBOR-OIS.
WEI — Мировые фондовые индексы.
MOST — Наиболее активные бумаги.
FXIP — Информационный портал валют.
CBQ — Обзор рынка по стране.
IBQ — Анализ индустрии.

польз. №486952; dt: 1569488827, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488834, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 5

Риски и стоимость привлечения капитала

Стоимость компании зависит от многих факторов, но глобальное влияние оказывают риски, доходность и структура капитала. Изучив данную главу, вы:

- уясните понятие рисков, доходности и стоимости капитала;
- поймете соотношение между ними;
- получите ответ на вопрос, зачем дисконтировать денежные потоки корпорации при определении ее стоимости и как это делать;
- сможете пополнить свои знания в части анализа современных теорий определения величины затрат на привлечение собственного и заемного капитал, а также расчета ставки дисконтирования для различных денежных потоков.

5.1. Риск, доходность и денежный поток

Денежные потоки компании, как было показано в главе 4, показывают уровень потенциального дохода инвесторов. Однако реальная величина дохода, как правило, бывает иной. Это расхождение объясняется уровнем риска получения (или неполучения) дохода, риска формирования денежного потока обещанной величины. Риск — это неопределенность будущих поступлений (денежных потоков) и стоимости активов.

Интересующие нас риски количественно измеримы и выражаются через показатель **ставка дисконтирования.**

Ставка дисконтирования применяется к денежному потоку с целью учета рисков, присущих данной компании и не учтенных ранее при составлении потока. Соответственно для потока, учитывающего риски компании, ставка дисконтирования может отражать лишь систематические риски (отражающие макроэкономическое развитие страны-резедента). Если же при прогнозировании денежного потока учтены не все несистематические риски, то они должны быть учтены в ставке дисконтирования. Самое главное, чтобы один и тот же риск не был посчитан дважды — и в денежном потоке, и в ставке дисконтирования.

Разумеется, существует возможность рассмотреть все факторы, которые могут оказать положительное или отрицательное влияние на стоимость актива, определить их в количественном выражении и рассчитать итоговое влияние на стоимость. Однако в действительности гораздо практичнее свести все виды рисков к одной общей величине.

К рискам, не учтенным в рамках потока, относятся риски, присущие вложениям в ценные бумаги (инвесторы, приобретающие ценные бумаги, подвергаются риску, так как не знают точных величин цен, по которым смогут продать бумаги в будущем, а также денежных потоков, которые смогут получить за время владения бумагой).

Существует разница между понятиями «риск» и «неопределенность».

польз. №486952; dt: 1569488834, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488839, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Пример.

При 12 разосланных приглашениях на вечеринку существует неопределенность относительно количества человек, которые действительно придут. Однако эта неопределенность несет в себе риски для организатора вечеринки только в том случае, если при отклонении ожидаемого количества гостей от фактического возникнут последствия: угощения не хватит либо же, наоборот, останется невостребованное. В случае если каждый гость вечеринки приносит угощение с собой, риск для организатора отсутствует, несмотря на наличие неопределенности.

С ценными бумагами связано множество рисков, в том числе:

- производственные, коммерческие и трудовые;
- риск ликвидности бумаги;
- риск несостоятельности (банкротства);
- валютный риск;
- риск ставки процента;
- политический риск;
- риски нормативно-правового регулирования;
- инфляция;
- риск инсайда и искажения информации;
- риск стихийных бедствий.

Этот список можно продолжать до бесконечности, однако сейчас необходимо выделить два момента.

1. Проводимый финансовым аналитиком, оценщиком или финансовым управляющим финансовый анализ по большей части предполагает обобщение рисков, а не углубление. Таким образом, рациональный инвестор ориентируется и в определенной степени доверяет эффективности фондового рынка и его способности корректно оценивать риски и с его точки зрения нет необходимости переделывать то, что сделано другими.

2. Риск есть всегда. Так называемая доходность безрисковых ценных бумаг или безрисковая ставка доходности, используемая для расчета ставки дисконтирования, — просто устоявшийся термин, подчеркивающий, что ценная бумага характеризуется наименьшей доходностью, встречающейся на рынке. Риск всегда присутствует, и сказать, что все риски нивелированы, — это либо избыток уверенности, либо неспособность прогнозировать. И то и другое — серьезные ошибки инвестора.

Очевидно, что любая серьезная оценка инвестиций, в том числе вложение средств в оцениваемый бизнес, денежный поток от которого мы определяем, должна начинаться с тщательного анализа рисков, сопряженных с рассматриваемыми инвестициями.

Опираясь на здравый смысл и знания аналитиков, обладающих значительным опытом бизнеса, мы разделили риски на две категории:

1) **экономические** (политические, естественные, инфляционные, мошенничества и т.д.), которые составляют угрозу денежным потокам от инвестиций и которые зависят от «реальной экономики»;
2) **финансовые** (ликвидности, валютные, связанные с процентными ставками и др.), которые не влияют на денежный поток напрямую, однако входят в финансовую сферу компании. Такие риски порождаются внешними по отношению к эмитенту событиями финансовой среды.

Будущие денежные потоки, генерируемые корпорацией, рассматриваются рациональным инвестором как потенциальные доходы и выгоды, которые можно получить с определенной долей риска. Доходность таких инвестиций определяется исходя из доходности

польз. №486952; dt: 1569488839, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488844, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

альтернативной инвестиции, в качестве которой рассматривается доходность оптимального портфеля ценных бумаг. Формируя такой портфель, инвестор стремится приобрести ценные бумаги, которые обеспечивают ему пусть небольшой, но постоянный доход, а также более рискованные и, следовательно, более доходные корпоративные акции. Таким образом, ставка дисконтирования, отражающая, с одной стороны, ожидаемую инвестором доходность и, с другой стороны, риски, связанные с ее обеспечением, может быть определена как сумма доходности условно безрисковой инвестиции в государственные облигации и доходности более рискованных инвестиций в корпоративные акции. Структурированная таким образом ставка дисконтирования соответствует вложению собственного капитала инвестора, чаще всего вложению акционерного капитала. Вместе с тем кроме собственного (акционерного) капитала бизнес нуждается в заемном капитале (облигационные выпуски, банковские ссуды). И, как вы помните, денежные потоки отражают данный момент. Они могут быть генерированы только собственным капиталом и могут быть генерированы всем инвестированным капиталом, т.е. собственным и заемным капиталом вместе. Понятно, что в каждом из указанных случаев формирование и доведение денежного потока до инвестора связано с различными по величине и структуре рисками. Отсюда для каждого вида денежного потока должна быть рассчитана своя ставка дисконтирования.

Риск и волатильность стоимости ценных бумаг

Анализ динамики доходности корпоративных ценных бумаг позволяет сделать любопытное заключение: в долгосрочном периоде риски, вызывающие колебания доходности, сглаживаются, что позволяет в постпрогнозном периоде не проводить подробного анализа и применить технику капитализации для расчета стоимости.

В долгосрочном периоде риск сглаживается (за исключением редких случаев, когда некоторые рынки исчезают вовсе — Российский рынок акций после 1917 г., немецкий и японский рынки акций после 1945 г.).

Инструменты для измерения доходов и риска

Начнем с того, что доходность ценной бумаги и ее стоимость — это две стороны одной монеты. Сначала коснемся доходности.

Доходность к погашению рассчитывается как сумма всех денежных поступлений от данного объекта инвестирования, как процентных платежей и дивидендов, так и дохода (убытка) от перепродажи бумаги.

В случае одного периода владения бумагой доходность ценной бумаги (финансового инструмента) может быть выражена следующим образом:

$$F_1 / V_0 + (V_1 - V_0) / V_0 = \text{Доход от процентных платежей} + \\ + \text{Доход (убыток) от перепродажи},$$

где F_1 — доход от процентных платежей, полученный владельцем бумаги в течение периода;
V_0 — цена бумаги на начало периода;
V_1 — цена бумаги на конец периода.

В условиях неопределенности инвесторы не могут заранее рассчитать поступления, так как цена продажи бумаги в конце срока владения остается неизвестной. В некоторых случаях то же утверждение верно и для потоков, получаемых в течение периода владения.

Таким образом, инвесторы используют понятие ожидаемой доходности, которое означает среднюю из возможных доходностей, взвешенных в соответствии с вероятностью их получения.

польз. №486952; dt: 1569488844, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488851, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Например, ценная бумага А с шансом 12 из 100 показывает доходность –22%; 74 из 100 для 6% и 14 из 100 для 16%. В таком случае ожидаемая доходность будет составлять

$$-22\% \times 12 / 100 + 6\% \times 74 / 100 + 16\% \times 14 / 100 = 4\%.$$

В обобщенном виде формула выглядит следующим образом

$$V(r) = \sum_{t=1}^{n} p_t \times (r_t - \overline{r})^2,$$

где r_t — возможная доходность;
p_t — вероятность получения данного дохода.

Для анализа рисков, как правило, используется дюрация.

Понятно, что чем больше риск, тем шире спектр возможных доходностей и тем в большей степени эта доходность является неопределенной. В то время как владелец государственных облигаций уверен в получении купонного дохода (кроме случая, когда государство становится банкротом), для владельца акции офшорной нефтедобывающей компании это далеко не так: такой инвестор может все потерять, получить небольшой доход или получить доход огромный.

Таким образом, риск, сопряженный с владением ценной бумагой, можно рассмотреть посредством разброса возможных величин дохода по отношению к среднему ожидаемому доходу. Следовательно, риск может быть измерен математически с помощью показателя дисперсии дохода, т.е. суммы квадратов разностей каждой из возможных величин дохода от среднего дохода, взвешенных в соответствии с вероятностью каждого отклонения:

$$E(r) = \sum_{t=1}^{n} r_t \times p_t = \overline{r}.$$

Стандартное (среднеквадратичное) отклонение доходов — это наиболее распространенный показатель измерения риска, связанного с инвестициями:

$$\sigma(r) = \sqrt{V(r)}.$$

Показатель дисперсии для инвестиции А:

$$\frac{12}{100} \times (-22\% - 4\%)^2 + \frac{74}{100} \times (6\% - 4\%)^2 + \frac{14}{100} \times (16\% - 4\%)^2,$$

где V(r) = 1%, что соответствует стандартному отклонению в размере 10%.

В формализованном виде концепция взаимосвязи риска и доходности выглядит следующим образом:

Ожидаемая доходность E(r) — это мера ожидаемых доходов.

Стандартное отклонение измеряет средний показатель разброса величин доходности по отношению к средней доходности (определяемой как математическое ожидание), или, другими словами, риск.

Как диверсификация снижает риск

Как правило, инвесторы не сосредотачивают все свои средства на владении каким-то одним финансовым активом, они предпо-

польз. №486952; dt: 1569488851, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488856, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

читают держать хорошо диверсифицированный портфель инвестиций (как говорится, «не держи все яйца в одной корзине»).

Стандартное отклонение одной бумаги выше, чем в целом по рынку (что и показывает индекс). Осуществляя портфельные инвестиции, можно снизить совокупный риск, приходящийся на бумаги в портфеле, по сравнению с риском, приходящимся на каждую бумагу в отдельности, так как цены на активы портфеля меняются независимо друг от друга.

Это предполагает, что дополнение портфеля инвестиций новой бумагой может снизить специфический риск, который привносит в портфель каждая бумага. Такой эффект диверсификации появляется вследствие:

- ограниченного взвешенного влияния отдельной бумаги на портфель;
- достижения баланса между благополучными и неблагополучными бумагами.

Таким образом, перед инвестированием в ценные бумаги необходимо оценить предельное влияние, которое бумага может оказать на совокупную дисперсию, свойственную портфелю. Кроме того, изменения стоимости ценных бумаг могут быть вызваны изменениями на рынке в целом.

5.2. Стоимость собственного и заемного капитала

Затраты на привлечение собственного капитала

Наиболее распространенным способом определения ставки дисконтирования для собственного капитала является «косвенный» способ, основывающийся не на данных о доходности бумаг оцениваемой компании на фондовом рынке (о доходности ценных бумаг на фондовом рынке речь пойдет в главе 7), а на анализе рисков, присущих данному виду бизнеса и не учтенных в денежном потоке.

Модель оценки капитальных активов (CAPM — Capital Asset Pricing Model) предполагает следующий способ расчета:

$$R_E = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + C_1 + C_2 + C_3,$$

где R_E — стоимость привлечения собственного капитала;
R_f — безрисковая ставка;
β — коэффициент бета;
R_m — средняя доходность рынка, на котором оцениваемая компания;
$(R_m - R_f)$ — премия за риск вложений в акции;
C_1 — страновой риск;
C_2 — риск за малый размер компании;
C_3 — специфический риск, свойственный оцениваемой компании.

Данная модель была предложена американским экономистом Шарпом в 50—60-х гг. XX в., она базируется на предположении о том, что инвесторы действуют рационально и имеют полную информацию о рынках капитала с целью максимизации доходов от вложений при заданном уровне риска. В 1990-х годах модель была модифицирована Робертом Лингом с целью адаптации к рынкам России и стран Восточной Европы. Так появились поправки (после скобки) на страновой риск, на качество менеджмента, на низкую капитализацию, на долю бизнеса на рынке и т.п.

Таким образом, модель предполагает, что если не все инвесторы держат среднерыночный портфель бумаг, то запрашиваемая премия за риск будет пропорциональна коэффициенту бета.

польз. №486952; dt: 1569488856, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488861, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Безрисковая ставка используется как точка отсчета, к которой привязывается оценка различных видов риска, характеризующих вложения в данный бизнес, на основе чего и выстраивается требуемая ставка дохода. Она представляет собой величину доходности, требуемой при вложении в актив, не обладающий рисковостью, т.е. денежные потоки от владения которым определены и отклонений не ожидается. В качестве безрисковой ставки может быть принята ставка по вложениям, характеризующимся наименьшим уровнем риска, — долгосрочные государственные долговые обязательства (облигации и векселя), обеспеченные гарантиями платежеспособности государства и подверженные минимальному риску (банкротства государства-эмитента и гиперинфляции валюты, в которой номинированы бумаги).

Спорным является вопрос о возможности использования в качестве безрисковой ставки обязательств наиболее крупных, системообразующих компаний страны (депозиты Сбербанка и облигации Газпрома) для оценки бизнеса в Российской Федерации. При большей доступности этих инструментов для некоторых категорий инвесторов (например, для частных лиц) они больше подвержены влиянию специфичных рисков для отрасли, в то время как экономика страны достаточно диверсифицирована, чтобы риск дефолта не был обусловлен ситуацией в одной из отраслей. Необходимо отметить, что наиболее значительная часть объема сделок с долями и акциями компаний происходит в рамках организованного рынка купли-продажи ценных бумаг, т.е. на фондовых биржах. Участники бирж имеют доступ и к сделкам с государственными долговыми ценными бумагами, таким образом, средний покупатель компании или доли в ней имеет доступ к бумагам, принимаемым в мировой практике в качестве безрисковых.

При выборе страны-эмитента ценной бумаги целесообразно учитывать страну, на основании рынка которой будет в дальнейшем рассчитана премия за вложения в акции. Как правило, в качестве безрисковой выбирается ставка доходности к погашению по векселям либо облигациям казначейства США (данные публикуются на сайте казначейства www.treasury.gov).

Премия за риск вложений в акции представляет собой разность средней доходности рынка акций и доходности выбранной безрисковой бумаги. Среднюю доходность акций рассчитывают многие аналитические агентства путем анализа исторических показателей доходности национальных фондовых рынков. Один из наиболее цитируемых источников — сборник Morningstar (агентство Ibbotson Associates) определяет доходность рынка акций США, начиная усреднение с показателей 1926 г. В 2011 и 2012 гг. премия за риск вложения в акции, рассчитанная на основе этого показателя, составила округленно 6%. Для российских компаний среднерыночная доходность определяется на базе фондовых индексов ММВБ и РТС, а роль безрисковой ставки играет эффективная доходность к погашению долгосрочных долговых обязательств Правительства РФ (это могут быть ОВВЗ, ОФЗ и т.п.).

Коэффициент бета **(β)** отражает взаимосвязь отклонений доходности рынка акций и заданной ценной бумаги. Коэффициент бета рассчитывается по формуле:

$$\beta_i = \frac{\mathrm{Cov}(r_i, r_m)}{\mathrm{Var}(r_m)},$$

где β_i — коэффициент бета для i-й ценной бумаги;
r_i — доходность i-й ценной бумаги;
r_m — доходность рынка акций в целом;
Cov — ковариация;
Var — дисперсия.

польз. №486952; dt: 1569488861, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488868, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Доходность ценной бумаги (акции) за период определяется следующим образом:

$$r_i = \frac{P_1 + D - P_0}{P_0}.$$

где r_i — доходность i-й ценной бумаги;
P_1 — цена акции на конец периода владения;
P_0 — цена акции на начало периода владения;
D — дивидендный доход за период.

Значение коэффициента бета показывает различную степень взаимосвязи доходностей, как показано в табл. 5.1.

Таблица 5.1
Значение коэффициента бета

Значение	Характер зависимости от доходности рынка акций в целом	Отрасль*
>1	Доходность акции меняется сильнее, чем по рынку	Наиболее высокие показатели наблюдаются в отраслях: строительство жилья, автомобилестроение, туризм и отдых
0 < 1	Доходность акции меняется слабее, но в том же направлении	Наименьшие коэффициенты характерны для инфраструктуры, электроэнергии, телекоммуникаций
<0	Доходность меняется в противоположном направлении	Характерны для отдельных компаний и групп компаний

* Данные аналитического портала damodaran.com отрасли ранжированы по показателю среднего коэффициента бета с учетом структуры капитала, 2013 г.

В целом на величину коэффициента влияют следующие факторы:
1) чувствительность бизнеса к макроэкономическим колебаниям;
2) доля постоянных расходов (включая расходы на финансирование);
3) прогнозируемость денежных потоков;
4) темпы роста (или жизненный цикл компании). Новый бизнес, показывая более высокие темпы роста выручки, отличается меньшей стабильностью финансовых результатов.

Для целей проведения оценки бизнеса непубличных компаний в качестве коэффициента бета рассматриваемой ценной бумаги может также быть применен показатель по отрасли в среднем либо производится подбор компаний-аналогов, акции которых обращаются на рынке.

Коэффициент бета, полученный в результате статистического анализа данных о фактических ценах акций, учитывает структуру капитала компаний выборки или отрасли. Расчет стоимости бизнеса должен базироваться на структуре капитала, свойственной оцениваемой компании, таким образом, коэффициент бета, полученный в ходе статистического анализа, необходимо сначала очистить от влияния доли займов, а затем скорректировать на структуру капитала рассматриваемого бизнеса. Вышеописанные корректировки проводятся при помощи уравнения Хамады, формула которого приведена ниже:

$$\beta_{ul} = \beta_l \times \left[1 + (1 - T) \times d_D \div d_E\right],$$

где βu_l — коэффициент бета, очищенный от влияния структуры капитала;
β_l — коэффициент бета, учитывающий структуру капитала;

польз. №486952; dt: 1569488868, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488874, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

T — эффективная ставка налогообложения;
d_D — доля долга в структуре капитала;
d_E — доля собственного капитала.

На следующем этапе рассчитывается коэффициент бета с учетом соотношения долга и собственного капитала оцениваемой компании (Relevered beta):

$$\beta_l = \beta_{ul} \times \left[1 + (1 - T) \times d_D \div d_E\right].$$

Уравнение Хамады базируется на нескольких существенных допущениях:
1) несущественный риск невозврата долга компаний ее кредиторам;
2) постоянный уровень долга;
3) величина налогового щита зависит от изменений рыночной стоимости долговых обязательств.

Если первое допущение заведомо не выполняется, должна быть применена формула, учитывающая коэффициент бета и для долговой части структуры капитала (β_D):

$$\beta_l = \beta_{ul} \times \left[1 + (1 - T) \times d_D \div d_E\right] - \beta_D \times (1 - T) \times d_D \div d_E.$$

Страновой и валютный риски. Если операционная деятельность анализируемой компании находится в стране, отличающейся от страны, для которой была рассчитана безрисковая ставка (а также премия за риск вложений в рынок акций и коэффициент бета), необходимо добавить к рассчитываемой ставке дисконтирования премию за страновой риск.

Величина такой премии определяется как разность доходности (YTM, Yield To Maturity) долговых государственных ценных бумаг страны, на территории которой сосредоточена деятельность компании, и выбранной безрисковой ставки. Срок погашения выбранной ценной бумаги должен быть либо максимально отдаленным, либо соответствовать прогнозному периоду — если в конце прогнозного периода предполагается продажа бизнеса или завершение работы компании. В случае если оценивается российская компания (либо ее часть), целесообразно принять в качестве ориентира доходность по следующим государственным ценным бумагам:

- еврооблигации при основной валюте операций — доллар США;
- облигации федерального займа при основной валюте операций — рубль.

В некоторых странах отсутствует активный рынок государственных долговых бумаг, таким образом, подсчитать страновой и валютный риски путем сопоставления доходностей становится невозможно. Вместе с тем для большинства стран доступны данные международных аналитических агентств по предполагаемой величине странового риска, например Moody's, S&P, данные damodaran.com. При необходимости расчета величины валютного риска применяется сопоставление прогнозных долгосрочных темпов инфляции в соответствии с формулой Фишера:

$$i_{lt} = \frac{1 + i_{cur}}{1 + i_{US}} - 1$$

где i_{lt} — различие темпов долгосрочной инфляции;
i_{cur} — темпы долгосрочной инфляции в стране, валюта которой используется для операционной деятельности оцениваемой компании;
i_{US} — темпы долгосрочной инфляции в США.

польз. №486952; dt: 1569488874, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488879, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Полученная разность инфляции применяется к имеющимся безрисковой ставке и страновому риску:

$$C_1 = (1 + r_c) \times (1 + i_{lt}) - 1 - r_f,$$

где C_1 — поправка на страновой и валютный риски;
r_c — безрисковая ставка с учетом страны (с поправкой на страновой риск);
i_{lt} — различие темпов долгосрочной инфляции;
r_f — безрисковая ставка доходности.

Премия за размер компании обусловлена большей устойчивостью и склонностью к диверсификации крупных компаний и применяется в зависимости от уровня капитализации компании на основе данных аналитических агентств. Например, в сборнике Morningstar ежегодно публикуются величины премий за риск малых компаний.

Кумулятивный способ расчета ставки дисконтирования

Кумулятивный подход схож с методом оценки капитальных активов (CAPM). К основе в виде ставки доходности по безрисковым ценным бумагам прибавляются дополнительные премии за риск инвестирования в конкретные проекты. Но кумулятивный метод не требует использования коэффициента бета.

Вместо этого кумулятивная модель предполагает использование в расчетах премии за риск инвестирования в отрасль, которая компенсирует отсутствие коэффициента бета. Данные о рисках различных отраслей и соответствующих премиях можно найти в ежегоднике Ibbotson Associates.

Рассмотрим расчет ставки доходности на собственный капитал:

$$R_E = R_f + (R_m - R_f) + R_i + C_1 + C_2 + C_3,$$

где R_E — стоимость привлечения собственного капитала;
R_f — безрисковая ставка;
R_m — средняя рыночная доходность рынка;
$(R_m - R_f)$ — премия за риск вложений в акции;
R_i — риск вложений в отрасль;
C_1 — страновой риск;
C_2 — риск за малый размер компании;
C_3 — специфический риск, свойственный оцениваемой компании.

Если же оцениваемая компания является непубличной и невозможно подобрать публичные компании аналоги, можно воспользоваться результатами микроэкономического и финансового анализа (табл. 5.2).

Таблица 5.2
Расчет ставки дисконтирования методом кумулятивного построения

Безрисковая ставка	*
Ключевая фигура в руководстве, качество руководства	0—5
Размер компании	0—5
Финансовая структура	0—5
Диверсификация производственная и территориальная	0—5
Диверсификация клиентуры	0—5

польз. №486952; dt: 1569488879, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488885, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Безрисковая ставка	*
Доходы: рентабельность и прогнозируемость	0—5
Прочие особенные риски	0—5

* При оценке российских компаний здесь указывается эффективная доходность к погашению государственных долговых обязательств максимального срока обращения на дату оценки.

Кумулятивный способ расчета ставки дисконтирования применяется при следующих условиях:

1) фондовый рынок недостаточно развит;
2) акции компании не обращаются на рынке;
3) предприятие-аналог найти сложно.

Можно выделить следующие преимущества данного способа:

1) не зависит от уровня развития фондового рынка;
2) опирается на реальное состояние предприятия;
3) не требует для выведения ставки дисконта сложной математической или статистической формулы.

Вместе с тем у кумулятивного способа расчета ставки дисконтирования имеются следующие ***недостатки***:

1) перечень факторов риска концентрирует внимание аналитика только на названных факторах;
2) значения факторов риска рассчитаны конкретным исследователем на конкретном рынке;
3) отсутствие конкретных методов анализа важнейших факторов риска.

Тем не менее данные недостатки можно преодолеть. Первая проблема преодолевается путем глубокого анализа отдельных отраслей, в ходе которого выявляются их специфические особенности и определяется круг наиболее важных с точки зрения отраслевых специалистов факторов риска, скрывающихся в разделе «прочее».

Кроме того, необходимо проанализировать, каким образом рынок оценивает тот или иной фактор риска, и разработать методы анализа риска.

Рассмотрим основные факторы, учитывающиеся в методе кумулятивного построения.

Размер компании Фактор риска, связанный с размером компании, заключается в том, что относительно небольшие фирмы дают более неустойчивую динамику развития, чем их крупные отраслевые конкуренты. В связи с этим инвесторы, как правило, требуют дополнительную норму дохода для покрытия риска (табл. 5.3). Для определения надбавки за риск величина чистых активов компании и ее выручка на 01.01.2014 сопоставлялась с аналогичными показателями компаний, функционирующих в данной отрасли. В результате такого сопоставления была определена надбавка за риск по фактору «размер компании», который составил 3,05% (см. табл. 5.3, 5.4).

Таблица 5.3
Премия за риск по фактору размер компании

Размер чистых активов, млн дол.	Премия за риск, %
100	0,0
90	0,5

польз. №486952; dt: 1569488885, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488891, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Размер чистых активов, млн дол.	Премия за риск, %
80	1,0
70	1,5
60	2,0
50	2,5
40	3,0
30	3,5
20	4,0
10	4,5
0	5,0

Формула расчета премии за риск по фактору «размер компании»:

$$X = X_{max}\left(1 - \frac{N}{N_{max}}\right),$$

где X — искомый уровень премии за риск компании;
X_{max} — максимальный размер премии;
N — величина чистых активов компании (по балансовой стоимости);
N_{max} — средняя величина чистых активов крупнейших в стране компаний.

Таблица 5.4
Пример расчета премии за риск

№	Предприятие	Чистые активы компании, руб.	Выручка, руб.
1	ОАО «Северсталь»	656983	1369663
2	ОАО «Носта»	105715	246515
3	ОАО «НТМК»	74954	382937
4	ОАО «Мечел»	57156	304090
5	ОАО «Таганрогский МЗ»	63674	78877
6	ОАО «Перовоуральский новотрубный завод»	50679	76450
7	**Оцениваемая компания**	**88361**	**409619**
Медианное		74954	304090
Среднее		156789	409736
Премия за риск		3,591	2,501
Общая премия за риск		***3,05***	

Финансовая структура корпорации характеризуется несколькими показателями:

- показатель зависимости компании от внешних инвесторов — коэффициент концентрации собственного капитала, рассчитываемый как отношение величины собственного капитала (за вычетом убытков, отраженных в активе баланса) к общей величине денежных средств (валюте баланса);
- показатель текущей ликвидности, определяемый как отношение текущих активов к текущим пассивам компании.

польз. №486952; dt: 1569488891, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488898, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

При расчете премии за риск величина показателя рассматриваемой компании сравнивалась со средним значением по ряду, при этом за середину рискового диапазона (2,5% = = (0—5%) / 2) было взято как раз среднее значение показателя.

В качестве показателей финансовой структуры корпорации можно использовать:

- соотношение заемных и собственных средств (или долю заемных средств в пассиве баланса);
- соотношение дебиторской и кредиторской задолженностей;
- коэффициент текущей ликвидности (отношение текущих активов к текущим обязательствам);
- коэффициент абсолютной ликвидности;
- долю долгосрочной задолженности в пассиве;
- долю долгов бюджету в пассиве (или общей сумме задолженности);
- стоимость заемных средств (отношение расходов на выплату процентов по полученным кредитам и займам к сумме долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов);
- коэффициенты покрытия.

При выборе коэффициентов необходимо ограничиться теми, которые в меньшей степени пересекаются. Выбирается по одному показателю из трех групп: общая структура капитала, покрытие, зависимость от процентных платежей.

Для сравнения выбраны четыре финансовых коэффициента, характеризующих три стороны финансового состояния компании:

1) способность расплатиться в краткосрочном периоде — показатель текущей ликвидности;
2) достаточность покрытия всех заемных средств собственными — доля собственного капитала в средствах компании;
3) степень влияния процентных платежей на финансовую устойчивость компании — отношение прибыли и амортизации к себестоимости;
4) доля процентов по кредитам в себестоимости.

В качестве базового подхода к анализу диверсификации клиентуры целесообразно использовать метод концентрации. В основе метода лежит расчет совокупности коэффициентов концентрации, используемых для определения степени монополизированности рынка. Коэффициент концентрации показывает, какая доля выручки приходится на определенное число крупнейших потребителей. Зная максимальный уровень премии, можно составить несколько расчетных матриц, каждая из которых будет уточнять уровень премии. Итоговая величина премии за риск диверсификации клиентуры будет выводиться как средневзвешенная по результатам всех таблиц.

Диверсификация производственная (товарная) и территориальная

Равнозначные доходы должны поступать от различных сфер бизнеса, имеющих отрицательную корреляцию. При низкой диверсификации доходов компании инвесторы склонны получать повышенную норму дохода.

При определении границ рынка рекомендуется учитывать следующие факторы.

1. Возможность перемещения спроса между территориями, предположительно входящими в единый географический рынок, т.е.:

- доступность транспортных средств для перемещения от покупателя к продавцу;
- незначительность (в пределах 5% стоимости товара).

2. Возможность перемещения товара между территориями, предположительно входящими в единый географический рынок, т.е.:

польз. №486952; dt: 1569488898, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488906, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- незначительность (25%) дополнительных издержек на транспортировку товара от продавца к покупателю;
- сохранность уровня качества и потребительских свойств товара а процессе транспортировки;
- отсутствие на данной территории административных ограничений на ввоз и вывоз товара;
- сопоставимый уровень цен на соответствующие товары внутри границ этого рынка.

Для определения линии тренда, как правило, используют уравнение прямой: $y = a + bx$:

$$б = \frac{\left(k\sum xy - \sum x\sum y\right)}{k\left[\sum x^2 - \left(\sum x\right)^2\right]};\quad a = \frac{y - б\left(\sum x\right)}{k},$$

где x — номер наблюдения по порядку (1, 2, 3...);
y — значение дохода;
k — количество наблюдений (номер последнего наблюдения).

Пример расчета премии за производственную (товарную) диверсификацию показан в табл. 5.5.

Таблица 5.5
Расчет премии за производственную (товарную) диверсификацию, млн. руб.

Продукция	Товарная диверсификация					
	1999 г.		2000 г.		Средняя доля	Коэффициент корреляции
Прокат	9248	75,47	9520	69,78	**72,62**	1,000
Проволока	743	6,06	877	6,43	6,25	–0,064
Чугун	49	0,40	59	0,43	0,42	–0,006
Литая заготовка	518	4,23	1242	9,10	6,67	–0,857
КХП	1310	10,69	1560	11,43	11,06	–0,132
Прочая продукция	387	3,15	385	2,82	2,99	0,059
Итого	12254	100	13643	100	100	0,652
Премия				*1,63*		

Таблица 5.6
Соотношение величины риска и процентного распределения внутреннего потребления и экспорта

Соотношение двух факторов, %	Величина риска (при диапазоне 0—5%)
100 × 0	5
90 × 10	4
80 × 20	3
70 × 30	2
60 × 40	1
50 × 50	0

польз. №486952; dt: 1569488906, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488911, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Если соотношение внутреннего и внешнего потребления составляет 78,3% и 21,7%, то величина премии за территориальную диверсификацию будет находиться в пределах 2% и 3% (см. таблицу 5.6). Так как за каждые 10% изменения соотношения потребления величина премии меняется на 1%, то соотношению 78,3% и 21,7% будет соответствовать премия в размере 2% + (78,3–70) × 1% = 2,83%.

Чтобы вывести единую премию по диверсификации, была взята средневзвешенная величина двух полученных премий: премии за товар, диверсификация в размере 1,63%, был присвоен вес 75%, а премии за территориальную диверсификацию в размере 2,83% был присвоен вес 25%. Итоговая премия составила 1,93%.

Диверсификация клиентуры

Чем меньше зависимость доходов компании от одного и (или) нескольких крупнейших клиентов, тем при прочих равных условиях она слабее. Зависимость компании от клиента можно определить через долю конкретного клиента в объеме выручки предприятия.

Пример.

Потребителями продукции комбината являются около 170 организаций в странах ближнего зарубежья и более 250 организаций в России. Уровень риска за имеющуюся клиентуру был принят в размере 2%.

Рентабельность предприятия и прогнозируемость его доходов. Определяя премию за риск, надо сначала сопоставить достигнутый компанией уровень рентабельности с аналогичными показателями по другим компаниям, а затем учесть фактор прогнозируемых доходов.

Наименование предприятия	Выручка/ себестоимость	Чистая прибыль/ себестоимость
ОАО «Северсталь»	1,628	0,418
ОАО «Носта»	1,114	–0,056
ОАО «НТМК»	1,244	–0,127
ОАО «Мечел»	1,284	0,013
ОАО «Таганрогский МЗ»	1,486	0,368
ОАО «Перовоуральский новотрубный завод»	1,238	0,115
Оцениваемая компания	*1,280*	–0,018
Среднее	1,325	0,102
Медианное	1,280	0,013
Расчет премии	2,5000	5
Премия	3,75	

Качество руководства оказывает влияние:

- на размер чистых активов;
- диверсификацию производства;
- клиентуру (в определенной степени);
- финансовое состояние и рентабельность компании;

Определяется премия за риск качества управления как средняя величина от всех ранее рассчитанных премий, кроме премии за размер компании и премии за прогнозируемость доходов. Величина премии за риск фактора «качество управления» составила 2,86%.

Ставка дисконтирования, определенная по модели кумулятивного построения, составила 29,86%.

польз. №486952; dt: 1569488911, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488918, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Затраты и стоимость привлечения заемного капитала

Заемный капитал может быть привлечен в виде долговых ценных бумаг (векселя, облигации), а также в виде кредита от банков и займа от некоммерческой организации.

Затраты на привлечение заемного капитала d_D принимаются к расчетам в размере требуемых потенциальными кредиторами ставок. Наиболее простой способ определения требуемой ставки — анализ фактических величин процентных платежей и прочих затрат на привлечение заемного капитала, полученного от независимых кредиторов.

При расчете стоимости заемного капитала необходимо помнить о различиях номинальной и эффективной ставок доходности — например, комиссии банков за выдачу кредитов в некоторых отраслях экономики поднимают эффективную ставку на 1—1,5%, а для целей оценки рыночной стоимости бизнеса должна учитываться именно эффективная ставка

В случае если заемный капитал привлечен в форме долговых ценных бумаг, ставка принимается равной показателю «доходность к погашению» (YTM, Yield To Maturity) на дату расчета.

В случае если данная компания не выпускала ценные бумаги и не имеет кредитов от независимых институтов, однако ее кредитный рейтинг определялся рейтинговыми агентствами, целесообразно скорректировать ставки привлечения заемных средств другими компаниями отрасли в зависимости от различий рейтинга.

Еще один способ определения рыночной ставки процента за пользование заемными средствами для компаний, не обладающих кредитным рейтингом и не получавших займов от независимых сторон, — это самостоятельное определение возможного рейтинга на основе финансового анализа отчетности.

Рыночная стоимость заемного капитала определяется путем составления денежного потока с применением фактических отчислений и поступлений от финансовой деятельности и определенной ранее рыночной ставки дисконтирования.

В случае если долг представлен ценными бумагами с постоянным уровнем платежей, стоимость заемного капитала можно посчитать по формуле

$$V_D = AIEx \frac{\left(1 - 1/\left(1 + \text{current YTM}\right)^{\text{maturity}}\right)}{\text{current YTM}},$$

где AIE (Annual Interest Expenses) — величина ежегодного процентного платежа;
current YTM — текущая доходность к погашению;
maturity — срок, оставшийся до погашения ценной бумаги.

На практике можно столкнуться с необходимостью оценки бизнеса, обладающего привлеченными средствами, не отвечающими какому-либо из требований, предъявляемых к заемному капиталу (возвратности, срочности или платности, а также предоставлении ссуды в денежной форме), в частности:

- обязательства, фактически возвращаемые в виде, отличном от денежной формы;
- не предполагающие оплаты их использования (такие, как займы, предоставленные аффилированными организациями).

Необходимо отметить, что эти формы также не соответствуют требованиям к долевому участию в собственном капитале (владение бумагами не дает права участия в управлении компанией).

Влияние на стоимость таких обязательств определяется как затратами на их привлечение в качестве заемного капитала, так и степенью неопределенности, связанной с вероятностным характером выплат.

польз. №486952; dt: 1569488918, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488925, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Для целей определения рыночной стоимости таких обязательств целесообразно применение изложенного ниже алгоритма. Определить основные моменты возможного изменения стоимости в течение предполагаемого срока жизни обязательства. Для выявленных временных точек рассчитывается вероятность изменений в соответствии с рассматриваемыми сценариями и стоимость, к которой приведет реализация каждого из сценариев (в случае если точек возможного изменения стоимости много, процедура повторяется). Таким образом, составляется «дерево» событий, каждая «ветвь» которого имеет вероятность. После взвешивания результатов в соответствии с вероятностями определяется будущая стоимость обязательства. В виде формулы метод представлен ниже.

$$V = V_D - A_p; \quad A_p = \sum P_i \times V_i,$$

где V — стоимость элемента заемного капитала;
V_D — стоимость инструмента как долгового;
A_p — поправка на вероятностный характер потоков от элементов квазизаемного капитала;
P_i — вероятность погашения способом, отличным от определенного в соответствии с требованиями к займам (наличие возврата, срочность и т.д.);
V_i — стоимость в случае погашения i-м способом соответственно.

При определении вероятностей целесообразно учесть следующие факторы:

- характеристики рассматриваемого элемента долгосрочного капитала, выявление степени его соответствия требованиям к элементам заемного капитала;
- изменение ситуации в отрасли, прогноз инвестиций и исторически сложившуюся структуру их финансирования, определяющие потребность в привлечении заемного капитала;
- изменения объема выдачи банковских кредитов нефинансовым организациям;
- изменения ситуации на международных рынках долгового финансирования (если у оцениваемой компании есть возможность привлечения средств из зарубежных источников).

К обязательствам, фактически возвращаемым в виде, отличном от денежной формы, как правило, относятся векселя, выданные вместе с обязательствами по передаче активов компании через промежуток времени, совпадающий с датой истечения срока по векселю. Компании используют данную схему для того, чтобы быстро получить доход от продажи активов, если актив юридически не может быть продан быстро (недостроен, находится в залоге и т.д.).

Схема предполагает заключение предварительного договора на продажу актива и параллельный выкуп векселя компании-продавца на сумму будущей сделки. Даты предполагаемой юридической продажи и истечения срока по векселю должны совпадать, и тогда стороны меняются активами и проводят зачет встречных требований.

Влияние на стоимость компании обусловлено соотношением роста стоимости актива и стоимости векселя, т.е. в случае падения стоимости актива векселедержатель может попытаться вернуть деньги по векселю, выплатив неустойки, предусмотренные предварительным договором купли-продажи актива. Таким образом, в периоды экономической нестабильности нужно учесть опционный характер потоков от такой сделки.

В случае с бесплатными заемными средствами применяется средняя ставка для заемных средств, предоставленных на схожих условиях, так как одной из предпосылок проведения оценки рыночной стоимости является возможный переход прав на компанию к другому лицу, т.е. аффилированная компания может перестать быть аффилированной. Также могут быть учтены неустойки, включенные в договор займа для случаев изменений условий займа в одностороннем порядке.

польз. №486952; dt: 1569488925, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488932, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

5.3. Определение средневзвешенной стоимости капитала

Американские экономисты неоклассического направления определяют капитал как ресурс длительного пользования, создаваемый с целью производства большего количества товаров и услуг. При этом физически капитал рассматривается как машины, здания, сооружения, передаточные устройства, запасы сырья и человеческий капитал.

Капитал — один из четырех основных факторов производства, представленный всеми средствами производства, которые созданы людьми для того, чтобы с их помощью производить другие товары и услуги. Дж. Робинсон и Р. Дорнбуш рассматривают капитал как деньги, как универсальный товар делового мира.

Термин «структура капитала» означает совокупность составных частей (видов) капитала, в частности набор ценных бумаг, представленных обыкновенными и привилегированными акциями, а также облигациями с долгим сроком погашения.

Таким образом, исходя из изложенных выше определений стоимость совокупных активов компании равна стоимости суммарного вложенного капитала:

$$V_A = V_C = V_{AC} + V_{DC} + V_{CC} + V_O,$$

где V_A — стоимость активов;
V_C — стоимость капитала компании;
V_{AC} — стоимость собственного (акционерного) капитала;
V_{DC} — стоимость заемного капитала;
V_{CC} — стоимость капитала в смешанных формах (конвертируемые облигации);
V_O — стоимость прочих форм капитала.

Одной из основных задач корпоративных финансов является корректное определение состава капитала компании и оценка стоимости его составных частей.

В научной литературе изложены различные взгляды на роль структуры капитала в процессе формирования стоимости компании. В частности, согласно теории американских ученых, нобелевских лауреатов Ф. Модильяни и М. Миллера, в идеальной экономике структура капитала не влияет на стоимость компании, которая зависит лишь от таких факторов, как рентабельность деятельности и риски, связанные с ней.

Таким образом, при соблюдении сделанных выше допущений, согласно теории Модильяни — Миллера, должно выполняться следующее равенство:

$$V_U = V_L = D + E = \frac{EBIT}{r},$$

где V_U, V_L — стоимость финансово независимой (не имеющей заемного капитала) и финансово зависимой (использующей займы) компании соответственно;
D — величина заемного капитала;
E — величина собственного капитала;
EBIT — прибыль компании от основной деятельности до вычета налогов и процентов;
r — норма доходности инвестора с учетом риска (ставка капитализации дохода).

Более подробно об этом вы узнаете в главе 11.

Позднее теория Модильяни — Миллера стала учитывать влияние налогового щита — вследствие учета процентных платежей в составе расходов при определении налогооблагаемой базы для налога на прибыль рост доли заемного капитала начал подразумевать рост рыночной стоимости бизнеса. Основными предпосылками теории ММ является наличие идеальной экономической среды:

польз. №486952; dt: 1569488932, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488938, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

1) совершенство рынков;
2) отсутствие налогов и других издержек, связанных с ведением бизнеса (транзакционных, агентских, информационных, издержек банкротства);
3) равные условия для всех участников хозяйственной деятельности;
4) рациональное поведение и равная осведомленность всех участников хозяйственной деятельности.

Стоимость привлечения совокупного капитала представляет собой сумму ставок доходности всех задействованных источников капитала, взвешенных в соответствии с долями их рыночных стоимостей в структуре капитала. Рассчитывается по модели **средневзвешенной стоимости капитала** WACC (Weighted Average Cost of Capital):

$$R_{WACC} = R_E \times d_E + R_D \times d_D \times (1 - T),$$

где R_{WACC} — ставка дисконтирования, отражающая средневзвешенную стоимость капитала;
R_E — стоимость привлечения собственного капитала;
d_E — доля собственного капитала в составе совокупного капитала;
R_D — стоимость привлечения заемного капитала;
d_D — доля заемного капитала в составе совокупного капитала;
T — эффективная ставка налогообложения.

Доля собственного и заемного капиталов учитывается в формуле в зависимости от рыночной стоимости данных видов капитала, т.е.

$$d_E = \frac{V_E}{V_E + V_D};$$

и

$$d_D = \frac{V_D}{V_E + V_D},$$

где V_E, V_D — рыночная стоимость собственного и заемного капитала соответственно.

На основании полученной величины производится расчет ставок дисконтирования и капитализации, применяемых в дальнейшем для расчета рыночной стоимости бизнеса.

Ключевые термины

- Ставка дисконтирования.
- Виды рисков.
- Стоимость собственного капитала.
- Метод кумулятивного построения.
- Стоимость заемного капитала.
- Модель средневзвешенной стоимости капитала.

Контрольные и дискуссионные вопросы и задания

1. В чем разница между неопределенностью и риском?
2. Как помимо ставки дисконтирования могут быть учтены риски при оценке бизнеса?

польз. №486952; dt: 1569488938, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488939, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

3. Каково определение структуры капитала?
4. Что выражается при помощи коэффициента бета в модели CAPM? Приведите формулу расчета данного коэффициента.
5. Доходность каких ценных бумаг можно использовать для расчета безрисковой ставки? Каковы основные характеристики этих ценных бумаг?
6. Каким сроком обращения должна обладать ценная бумага для расчета безрисковой ставки доходности и почему?
7. Что представляет собой премия за риск вложений в акции?
8. По какой формуле определяется доходность к погашению ценной бумаги?
9. Какие факторы влияют на величину коэффициента бета, свойственного акциям компании?
10. С помощью какой формулы коэффициент бета очищают от влияния структуры капитала?
11. В каком случае применяется страновой риск?
12. Нужно ли применение валютного риска, если ставка рассчитывается для дисконтирования реального денежного потока?
13. Чем обусловлено применение премии за риск вложений в малые компании?
14. В чем отличия кумулятивного способа построения ставки дисконтирования от CAPM?
15. В чем отличие эффективной процентной ставки по кредиту от номинальной?
16. В каких случаях применяется вероятностный подход к определению рыночной стоимости заемного капитала?

Задачи

1. Определите ставку дисконтирования при нижеследующих условиях:

- безрисковая ставка доходности — 3%;
- премия за риск вложений в акции — 5%;
- коэффициент бета, свойственный компаниям отрасли, очищенный от влияния структуры капитала, — 1,1;
- доля заемных средств в структуре капитала — 40%;
- эффективная ставка налогообложения — 20%;
- ставка привлечения заемного капитала — 6%;
- на предыдущих этапах проведения оценки были рассчитаны денежные потоки на совокупный капитал.

2. Определите коэффициент бета для компании, если:

- данные компаний-аналогов

Аналог	Коэффициент бета (факт)	Доля заемных средств, %
1	1,3	30
2	1,4	45
3	1,3	12

- эффективная ставка налогообложения — 20%;
- доля заемных средств в структуре капитала оцениваемой компании — 25%.

3. Рассчитать стоимость проекта при следующих условиях:

- денежные потоки поступают равномерно в течение 3 лет;
- ежегодный поток равен 200;
- ставка дисконтирования в течение жизни проекта постоянна и равна 20%.

польз. №486952; dt: 1569488939, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488957, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

4. В таблице представлены доказательства, подтверждающие интересный феномен, который показывает стандартное отклонение дневной доходности 13 европейских компаний и индекса EuroStoxx50 за пятилетний период.

Arcelor Mittal	37.70	Sanofi Aventis	19.05
Banco Santander	18.16	Siemens	21.09
ENI	15.53	Telefonica	16.07
E.ON	18.81	Total	16.76
France Telecom	20.81	Unilever	16.61
Intesa San Paolo	20.21	Unicred	17.90
Nokia	26.91	EuroStoxx	14.42

Будет ли эта зависимость выполняться для Российской Федерации, если взять акции Газпрома и индекс ММВБ РТС?

Ключевые функции Bloomberg

GLCO — Мировые цены на сырьевые товары.
FXC — Матрица валютных курсов.
ECFC — Экономические прогнозы.
ECST — Мировая экономическая статистика.
LOIS — Монитор ликвидности 3-m спред LIBOR-OIS.
WEI — Мировые фондовые индексы.
MOST — Наиболее активные бумаги.
FXIP — Информационный портал валют.
CBQ — Обзор рынка по стране.
IBQ — Анализ индустрии.

польз. №486952; dt: 1569488957, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488963, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 6

Основные подходы и методы оценки стоимости бизнеса

Вооружившись знаниями, полученными при изучении предыдущих глав, вы готовы к тому, чтобы заглянуть в «святая святых» механизма определения стоимости активов и бизнеса корпорации — в систему подходов и методов, позволяющих рассчитать и обосновать величину различных видов стоимости. Изучив данную главу, вы:

- познакомитесь с основными подходами к оценке корпораций: с доходным, сравнительным и затратным, а также относящимися к ним методами, которые стали классикой российской и зарубежной оценки;
- узнаете сущность, особенности и лучшие практики в рамках каждого метода, обоснование условий, диапазон их применения, порядок рассмотрения абстракций и допущений, необходимых аналитику;
- сможете лучше понять логику оценки стоимости, почувствовать сильные и слабые стороны различных способов оценки и эффективно применить их на практике.

6.1. Основные подходы к определению стоимости активов и бизнеса корпораций

Для определения рыночной или другого вида стоимости применяют специальные приемы и способы расчета, которые получили название методов оценки. Каждый метод оценки предполагает предварительный анализ определенной информационной базы и соответствующий алгоритм расчета. Все методы оценки позволяют определить стоимость активов и бизнеса на конкретную дату, и все методы являются рыночными, так как учитывают сложившуюся рыночную конъюнктуру, рыночные ожидания инвесторов, рыночные риски, сопряженные с оцениваемым бизнесом, и предполагаемую реакцию рынка при сделках купли-продажи с оцениваемым объектом.

Как мы уже выяснили, оцениваемая стоимость — категория сложная, состоящая из множества взаимосвязанных элементов. Ее величина зависит от множества различных факторов. Все факторы невозможно одновременно учесть в рамках одного расчетного алгоритма. Поэтому при построении той или иной модели определения стоимости бизнеса ряд факторов принимается за постоянную величину, в то время как другие — за переменную. Величина стоимости бизнеса, определенная одним из методов оценки, непосредственно учитывает влияние не только нескольких основных факторов, но и ряд второстепенных, чье влияние проявляется опосредованно. Например, методы доходного подхода прямо позволяют учесть при расчете стоимости величину, способ, риск и период получения дохо-

польз. №486952; dt: 1569488963, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488970, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

да, равномерность его формирования. Опосредованно (косвенно) учитывается, например, структура и состав активов и обязательств, роль интеллектуального капитала и др. Методы оценки различаются также временными аспектами исследования. Одни методы ориентированы в основном на ретроспективную информацию, другие на перспективную, третьи — на текущую информацию рынка.

В зависимости от факторов стоимости, являющихся основными переменными в алгоритмах, методы оценки подразделяются на методы доходного, сравнительного и затратного подхода. Каждый подход позволяет «уловить» определенные факторы стоимости. Так, при оценке с позиции доходного подхода во главу угла ставится доход, как основной фактор, определяющий величину стоимости объекта. Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его рыночной стоимости при прочих равных условиях. При этом имеет значение продолжительность периода получения возможного дохода, степень и вид рисков, сопровождающих данный процесс. Специалист пересчитывает эти выгоды в единую сумму текущей стоимости. Доходный подход — это определение текущей стоимости будущих доходов, которые, как ожидается, будут получены от использования и возможной дальнейшей продажи собственности. В данном случае применяется принцип ожидания.

Хотя, как правило, доходный подход является наиболее подходящей процедурой для оценки бизнеса, полезно бывает использовать также сравнительный и затратный подходы. В некоторых случаях затратный или сравнительный подход может быть более точным или более эффективным. Во многих случаях каждый из трех подходов может быть использован для проверки оценки стоимости, полученной другими подходами.

Сравнительный подход особенно полезен тогда, когда существует активный рынок сопоставимых объектов собственности. Точность оценки зависит от качества собранных данных, от достоверности информации о недавних продажах сопоставимых объектов. Эти данные включают: физические, экономические и финансовые характеристики, время и место продажи, местоположение объекта, условия сделки и условия финансирования. Действенность такого подхода снижается в случае, если сделок было мало, если момент их совершения и момент оценки разделяет продолжительный период времени; если рынок находится в аномальном состоянии, так как быстрые изменения на рынке приводят к искажению показателей. Сравнительный подход основан на применении принципа замещения. Для сравнения выбираются аналоги, конкурирующие с оцениваемым объектом. Обычно между ними существуют различия, поэтому необходимо провести соответствующую корректировку данных. В основу проведения поправок положен принцип вклада.

Затратный подход наиболее применим для оценки объектов специального назначения, а также нового строительства, для определения варианта наилучшего и наиболее эффективного использования земли, а также в целях страхования. Затратный подход применяется и к оценке стоимости бизнеса, особенно эффективен он при реорганизации. Собираемая информация обычно включает данные о ценах на землю, строительные спецификации, данные об уровне зарплаты, данные о ценах на материалы, о расходах на оборудование, о прибыли и накладных расходах строителей на местном рынке и т.п. Необходимая информация зависит от специфики оцениваемого объекта. Если объектом является бизнес, то в информационную базу включаются данные о финансовых результатах деятельности организации, котировки акций, информация о жизненном цикле организации и т.п. Данный подход сложно применять при оценке уникальных объектов, обладающих исторической ценностью, эстетическими характеристиками, или устаревших объектов, а также бизнеса компаний, не имеющих аналогов.

польз. №486952; dt: 1569488970, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488970, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Затратный подход основан на принципе замещения, принципе наилучшего и наиболее эффективного использования, сбалансированности, экономической величины[1] и экономического разделения.

В целом все три подхода связаны между собой. Каждый из них предлагает использование различных видов информации, получаемой на рынке. Например, основными для затратного подхода являются данные о текущих рыночных ценах на материалы, рабочую силу и другие элементы затрат. Доходный подход требует использования коэффициента капитализации и ставки дисконтирования, которые также рассчитываются по данным рынка.

Хотя все подходы основываются на данных, собранных на одном и том же рынке, каждый имеет дело с различным его аспектом или сегментом. На совершенном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости. Однако большинство рынков являются несовершенными, предложение и спрос не находятся в равновесии. Потенциальные пользователи могут быть неправильно информированы, производители могут быть неэффективны. По этим, а также и по другим причинам данные подходы могут давать различающиеся по величине показатели стоимости.

Каждый из трех рассмотренных подходов включает определенный набор методов.

Так, в состав доходного подхода входят следующие методы:

- метод дисконтирования денежных потоков;
- метод капитализации;
- метод экономической добавленной стоимости.

Согласно методу капитализации дохода, рыночная стоимость оцениваемого объекта определяется по формуле

$$V_m = D / K,$$

где D — доход, генерируемый объектом за год;
K — коэффициент капитализации.

Метод дисконтирования денежных потоков основан на прогнозировании ожидаемых денежных потоков от оцениваемого объекта, которые затем дисконтируются по ставке дисконтирования.

Затратный подход к оценке стоимости объекта оценки рассматривает стоимость объекта с точки зрения издержек, связанных с его созданием. Применительно к бизнесу затратный подход учитывает прежде всего такие факторы стоимости, как состав и структура активов и обязательств компании, влияние отдельных активов на стоимость бизнеса. Балансовая стоимость активов и обязательств корпорации вследствие инфляции, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости, применяемой при оценке. В результате встает задача проведения корректировки баланса организации. Для этого предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, из обоснованной рыночной стоимости совокупных активов вычитается рыночная стоимость совокупных обязательств. Результат показывает рыночную стоимость собственного капитала организации.

Данный поход представлен двумя основными методами:

1) методом стоимости чистых активов;

2) методом ликвидационной стоимости.

Метод стоимости чистых активов включает в себя несколько этапов.

1. Оценивается недвижимое имущество организации по рыночной стоимости.

[1] На этом принципе основывается оценка недвижимости с позиций затратного подхода.

польз. №486952; dt: 1569488970, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488985, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

2. Определяется обоснованная рыночная стоимость машин и оборудования.
3. Выявляются и оцениваются по рыночной стоимости нематериальные активы.
4. Определяется рыночная стоимость финансовых вложений, как долгосрочных, так и краткосрочных.
5. Товарно-материальные запасы переводятся в текущую стоимость.
6. Оценивается дебиторская задолженность.
7. Оцениваются расходы будущих периодов.
8. Обязательства компании переводятся в текущую стоимость.
9. Определяется стоимость собственного капитала путем вычитания из обоснованной рыночной стоимости суммы активов текущей стоимости всех обязательств.

Применяется метод стоимости чистых активов в случае, если компания обладает значительными материальными активами.

Второй метод затратного подхода — это метод ликвидационной стоимости. Ликвидационная стоимость организации представляет собой разность между суммарной стоимостью всех активов организации[1] и затратами на ее ликвидацию.

Сравнительный подход к оценке стоимости объекта оценки — третий из широко распространенных оценочных инструментов. Суть данного подхода заключается в том, что стоимость оцениваемого объекта рассчитывается с учетом его положения на рынке, наличия объектов-аналогов и цен их реализации. К сравнительному подходу при оценке бизнеса относится метод рынка капитала или метод компаний-аналогов, метод сделок M&A, метод отраслевых коэффициентов.

Метод рынка капитала основан на анализе соотношения рыночных цен акций аналогичных компаний и наиболее существенных их характеристик. Инвестор, действуя по принципу замещения (или альтернативной инвестиции), может инвестировать либо в компанию-аналог, либо в оцениваемую. Поэтому данные о компании, чьи акции находятся в свободной продаже, при использовании соответствующих корректировок должны послужить ориентиром для определения рыночной стоимости оцениваемой компании.

Метод сделок основан на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сходных компаний и их основных характеристик.

Метод отраслевых коэффициентов позволяет рассчитывать ориентировочную стоимость бизнеса по формулам, выведенным на основе отраслевой статистики.

6.2. Методы оценки, базирующиеся на анализе доходов корпораций

Методы расчета стоимости, базирующиеся на анализе доходов, приносимых оцениваемым объектом, по праву являются основным инструментом современного финансиста и стоимостного инженера, так как позволяют обоснованно ответить на вопрос о том, сколько в настоящий момент времени целесообразно заплатить за право владения оцениваемым объектом. Данные методы также позволяют принять обоснованные финансовые и управленческие решения, прежде всего в области управления стоимостью корпорации. Метод дисконтирования денежных потоков относится к числу таких методов.

Основным показателем, используемым в рамках метода дисконтирования денежного потока, является денежный поток, рассчитываемый как разница между притоком и оттоком денежных средств за определенный период[2].

---

[1] В данном случае термины «организация», «компания», «корпорация» используют как синонимы.

[2] Подробное описание сущности, моделей и принципов построения денежных потоков дано в главе 4 настоящего учебника, а также в учебнике: Оценка стоимости бизнеса ; под ред. М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой. М. : КНОРУС, 2015.

польз. №486952; dt: 1569488985, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488992, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В практических расчетах используется расчет денежного потока компании по трем возможным сценариям развития: пессимистическому, наиболее вероятному и оптимистическому.

В зависимости от специфики каждого конкретного оцениваемого объекта в качестве прогнозируемых сценарных показателей выбираются показатели, являющиеся существенными при построении прогноза.

Расчет денежного потока для каждого прогнозного года производится в два этапа: расчет величины скорректированной чистой прибыли и расчет величины чистого денежного потока.

При расчете величины скорректированной чистой прибыли анализируются и прогнозируются прочие операционные расходы и отвлеченные средства.

При оценке бизнеса методом дисконтированных денежных потоков ожидаемый срок деятельности компании разделяется на два периода: прогнозный и постпрогнозньй (остаточный). На прогнозный период составляется детальный прогноз денежных потоков, как правило, на достаточно долгий период времени, вплоть до того момента, когда компания выйдет на стабильные темпы роста денежного потока.

Определение адекватной продолжительности прогнозного периода представляется достаточно сложной задачей. С одной стороны, продолжительный прогнозный период предполагает большее число наблюдений, соответственно полученная итоговая величина стоимости может являться более обоснованной с математической точки зрения. С другой стороны, при увеличении продолжительности периода возникает сложность в прогнозировании конкретных показателей объемов производства, выручки, расходов, темпов инфляции и т.д., соответственно возникает субъективность в прогнозе потоков денежных средств.

Продолжительность прогнозного периода зависит от целей оценки и конкретной ситуации и составляет от 5 до 10 лет. В условиях нестабильной экономики и высокой волатильности рынка адекватные долгосрочные прогнозы особенно затруднительны, допускается сокращение прогнозного периода до 3 лет.

В практической деятельности критериями выбора прогнозного периода могут являться: принадлежность компании к той или иной отрасли (для добывающих отраслей прогнозный период длительнее, при этом стоимость бизнеса ограничена величиной имеющегося к добыче ресурса), стадия жизненного цикла компании, степень износа оборудования, необходимость внедрения современных технологий.

Единица измерения прогнозного периода определяется исходя из ритмичности производства, как правило, в качестве стандартной единицы принимается год.

Проведение ретроспективного анализа валовой выручки от реализации и ее прогноз являются первым шагом расчета стоимости бизнеса методом дисконтирования денежных потоков.

Прогнозированию выручки от реализации предшествует анализ ситуации прошлых лет.

Анализируются имеющиеся в организации производственные мощности, определяется их загруженность и исходя из предоставленной информации о планируемых капитальных вложениях строится прогноз физического объема продукции.

Сдерживающими факторами роста объемов производства и реализации могут являться жесткая конкуренция в отрасли, а также острая нехватка основного ресурса, необходимого для производства продукции.

Прогнозирование выручки от реализации может осуществляться двумя способами: укрупненным подходом и детальным.

Укрупненный поход подразумевает прогнозирование роста выручки в зависимости от темпов роста предыдущих лет (компании или отрасли, в которой действует компания).

польз. №486952; dt: 1569488992, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569488998, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

При этом важно определить, на чем базируется рост выручки. Если в основе темпов роста лежит увеличение объемов производства в натуральном выражении, важно чтобы прогнозируемый рост не опережал имеющихся резервов производственных мощностей. Укрупненный подход может использоваться для проведения предварительной оценки, а также в случае отсутствия информации.

Детальный подход подразумевает использование большего массива информации. Основой для расчета показателей валовой выручки являются данные о физических объемах реализуемой продукции прошлых лет (фактические показатели), фактические и прогнозные цены на производимый продукт (экспортные, импортные), а также прогнозы специалистов отрасли, позволяющие моделировать различные сценарии развития при различных внешнеэкономических условиях.

Прогноз валовой выручки осуществляется в два этапа:

1) составление прогноза производства продукции;

2) составление прогноза реализации продукции.

Прогноз производства продукции составляется на основе данных, представленных компанией.

Далее строятся пессимистический, наиболее вероятный и оптимистический прогнозы.

Прогноз реализации продукции составляется на основе ранее определенных физических объемов производства с учетом структуры потребителей и возможных условий поставок продукции и услуг. Отпускные цены определяются ассортиментом и платежеспособностью потребителей, структурой и конъюнктурой рынка.

Прогнозирование изменения уровня цен на продукт можно также осуществлять исходя из пессимистического, оптимистического и наиболее вероятного сценария.

Необходимо помнить, что при осуществлении детального прогноза следует учитывать налоговые платежи, например таможенные платежи.

Проведение ретроспективного анализа и подготовка прогноза расходов

Прогнозирование расходов при моделировании денежного потока может осуществляться укрупненно и детально.

Укрупненный подход подразумевает построение прогноза себестоимости путем использования информации о доле переменных затрат в выручке компании и условно-фиксированной величины постоянных затрат. Рост переменных затрат прогнозируется пропорционально росту выручки. Рост постоянных затрат возможен в том случае, когда ожидается резкое увеличение объема реализации в натуральном выражении и, как следствие, рост затрат на рекламу, аренду и т.п.

Детальный подход подразумевает определение себестоимости произведенной и реализованной продукции по элементам затрат. Также во внимание принимаются варианты условий поставок продукции и услуг.

Как правило, при использовании детального подхода при построении прогноза затрат выделяются наиболее значимые затраты (т.е. те затраты, которые занимают наибольший удельный вес в себестоимости), по которым проводится детальный анализ и строится прогноз.

В качестве наиболее значимых статей затрат могут быть названы:

- сырье и материалы;
- топливо;
- энергия;
- заработная плата;

польз. №486952; dt: 1569488998, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489004, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- отчисления на социальные нужды;
- амортизация основных средств;
- прочие затраты.

Итоговый расчет себестоимости осуществляется путем суммирования спланированных затрат компании, при этом также строятся пессимистический, оптимистический и наиболее вероятный сценарии развития.

Анализ и прогнозирование инвестиций как составной части денежного потока включает в себя анализ и прогноз трех основных компонентов:

1) собственного оборотного капитала;

2) капиталовложений;

3) потребности в финансировании из внешних источников, т.е. кредитов и займов.

После построения прогнозных балансов определяется собственный оборотный капитал для каждого прогнозного года, затем на основании полученных данных рассчитывается изменение собственного оборотного капитала, которое фиксируется в денежном потоке.

Капитальные вложения планируются исходя из информации, предоставленной компаниями, либо на основании информации, полученной при проведении финансового анализа.

Проведение полномасштабной реконструкции производственных мощностей может привести к резкому оттоку денежных средств и, как следствие, снижению стоимости бизнеса до момента начала окупаемости инвестиций.

Прогноз изменения долгосрочной задолженности осуществляется на основе анализа текущей кредитной истории компании, изучения представленных кредитных договоров и на основании полученной информации по планируемому привлечению заемных средств из внешних источников.

Одним из наиболее сложных, ответственных и в то же время интересных является этап оценки, связанный с определением ставки дисконтирования.

С математической точки зрения ставка дисконтирования — это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости компании.

В экономическом смысле в роли ставки дисконтирования выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования, или, другими словами, это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки. Вследствие риска, связанного с получением будущих доходов, ставка дисконтирования должна превышать безрисковую ставку и обеспечивать премии за все виды рисков, сопряженных с инвестированием в оцениваемую компанию.

Расчет ставки дисконтирования зависит от того, какой тип денежного потока используется в качестве базы для оценки.

Для модели денежных потоков для собственного капитала используются метод кумулятивного построения, основанный на экспертной оценке премий за риск, связанный с инвестированием в конкретную компанию, и модель оценки капитальных активов (CAPM), основанная на анализе массивов информации фондового рынка об изменении доходности свободно обращающихся акций. Для модели денежного потока для всего инвестированного капитала ставка дисконтирования рассчитывается по модели WACC — средневзвешенной стоимости капитала[1].

[1] Более подробное описание расчета ставки дисконтирования вы обнаружите в главе 5 настоящего учебника, а также в учебнике: Оценка стоимости бизнеса / под ред. М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой. М. : КНОРУС, 2015.

польз. №486952; dt: 1569489004, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489010, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Расчет величины стоимости компании в постпрогнозный период — следующий этап расчета стоимости бизнеса.

Определение стоимости компании в постпрогнозный период основано на предпосылке о том, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода. Предполагается, что после окончания прогнозного периода доходы компании стабилизируются и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечные равномерные доходы.

Расчет стоимости бизнеса в постпрогнозный период осуществляется различными способами, в частности с помощью модели Гордона, метода чистых активов или метода ликвидационной стоимости (если предполагается ликвидация компании по окончании прогнозного периода). Наибольшей популярностью пользуется модель Гордона.

Данный способ предполагает капитализацию величины остаточной, или терминальной, стоимости. При этом коэффициент капитализации определяется как разница между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами роста.

Модель Гордона основана на следующих допущениях:

1) прогнозный период должен продолжаться до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются;
2) величины износа и капиталовложений в остаточный период равны между собой.

Расчетная формула определения стоимости компании в постпрогнозный период имеет вид

$$TV = \frac{CF_n(1+g)}{R-g} \text{ или } TV = \frac{CF_{n+1}}{R-g},$$

где
- TV — остаточная стоимость компании в постпрогнозный период, или терминальная, стоимость;
- CF_n — денежный поток в последний год прогнозного периода;
- CF_{n+1} — денежный поток в первый год постпрогнозного периода;
- g — ожидаемые долгосрочные темпы роста компании в постпрогнозный период; планируются с учетом роста денежных потоков за последние два года прогнозного периода (в период их стабилизации);
- R — ставка дисконтирования.

Полученная таким образом остаточная стоимость компании в постпрогнозный период ($V_{ост}$) дисконтируется на момент окончания прогнозного периода, т.е. на конец года по ставке дисконтирования, рассчитанной для данной компании[1].

Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков и стоимости компании в постпрогнозный период, а также их суммарного значения

Предварительная величина рыночной стоимости оцениваемой компании состоит из двух составляющих:

1) текущая стоимость денежных потоков в течение прогнозного периода;

2) текущая стоимость стоимости компании в постпрогнозный период.

Текущая стоимость будущих доходов определяется по фактору текущей стоимости единицы на середину периода при ежегодном начислении процентов по определенной ставке дисконтирования и времени получения дохода.

[1] Подробный расчет ставки дисконтирования см. в главе 5 настоящего учебника.

польз. №486952; dt: 1569489010, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489016, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Поскольку денежные потоки большинства компаний формируются равномерно в течение всего года, постольку при дисконтировании денежных потоков применяется фактор текущей стоимости на середину периода, рассчитанный по формуле

$$[PV]_n^a = \frac{1}{(1+R)^{n-0,5}},$$

где $[PV]_n^a$ — фактор текущей стоимости единицы (на середину периода), используемый при дисконтировании денежных потоков;
R — ставка дисконтирования;
n — период (в годах) до момента получения денежных потоков.

Текущая стоимость остаточной стоимости компании в постпрогнозный период рассчитывается по той же ставке дисконтирования, что применяется для дисконтирования денежных потоков прогнозного периода. Дисконтирование стоимости компании в постпрогнозный период к ее текущему значению производится по фактору текущей стоимости на конец последнего прогнозного года по формуле

$$[PV]_n^R = \frac{1}{(1+R)^n},$$

где $[PV]_n^R$ — фактор текущей стоимости единицы (на конец периода), используемый при дисконтировании стоимости компании в постпрогнозном периоде;
R — ставка дисконтирования;
n — период до конца прогнозного периода (например, 5 лет).

Рыночная стоимость бизнеса оцениваемой компании до внесения поправок определяется как сумма текущих стоимостей денежных потоков и текущей стоимости компании в постпрогнозный период.

Расчет обоснованной величины стоимости бизнеса методом дисконтированных денежных потоков определяется с учетом заключительных поправок.

Полученная вышеприведенным способом рыночная стоимость оцениваемой компании представляет собой величину стоимости, рассчитанную на основе текущей (прогнозируемой) производственной деятельности. Она не включает стоимость избыточных (неоперационных) активов, которые не принимают участия в формировании денежного потока. Эти активы подлежат отдельной оценке, результат которой затем должен быть прибавлен к величине предварительной стоимости бизнеса, полученной путем дисконтирования денежных потоков от текущей (прогнозируемой) производственной деятельности.

Если компания имеет избыточный собственный оборотный капитал, его величина прибавляется к стоимости бизнеса. В случае недостатка собственного оборотного капитала стоимость бизнеса уменьшается на соответствующую величину.

Таким образом, после определения предварительной величины стоимости собственного капитала оцениваемой компании для получения окончательной величины его рыночной стоимости вводятся перечисленные выше поправки.

Достаточно часто возникает необходимость корректировки стоимости комапнии на величину неоперационных активов.

К неоперационным активам относятся объекты, не планируемые к использованию (например, непрофильные активы), объекты не завершенные строительством, а также объекты социальной сферы, планируемые к перепрофилированию, продаже и т.п. Данные об этих активах могут быть получены на основании финансового анализа в блоке «Производство».

польз. №486952; dt: 1569489016, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489022, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В качестве корректирующей величины можно использовать либо остаточную стоимость, приведенную на дату оценки вышеуказанных активов, либо рыночную стоимость указанных объектов.

Поправка на избыток (дефицит) собственного оборотного капитала (СОК) определяется как разница между фактической величиной СОК (рассчитанной по данным бухгалтерской отчетности компании на последнюю отчетную дату без учета дебиторской задолженности, нереальной к взысканию, а также мораторной кредиторской задолженности) и требуемой величиной (рассчитанной по планируемым показателям оборачиваемости).

Окончательная рыночная стоимость бизнеса определяется как средневзвешенная величина результатов, полученных при его оценке по пессимистическому, наиболее вероятному и оптимистическому сценариям развития компании в прогнозный период.

Метод дисконтирования денежных потоков можно применять практически при оценке любой корпорации или ее бизнес-подразделения. Однако если оцениваемый бизнес демонстрирует завидное постоянство финансовых результатов и, следовательно, денежных потоков, процедуру оценки можно упростить за счет модификации дисконтирования в капитализацию.

> **Капитализация** — это превращение денежного потока в стоимость путем деления или умножения (чаще деления) рассчитанной величины потока дохода на коэффициент капитализации или мультипликатор.

Базовая формула расчета капитализации:

$$V_m = \frac{Д}{К},$$

где V_m — оцениваемая стоимость;
Д — доход;
К — коэффициент капитализации.

Суть метода капитализации заключается в определении величины ежегодных доходов и соответствующей этим доходам ставки капитализации, на основе которой рассчитывается рыночная стоимость компании.

На практике множество методов капитализации дохода компании различаются в зависимости от используемых для расчета видов дохода и фактора, на который делятся или умножаются эти доходы. Так, можно выделить:

- капитализацию чистого дохода (до налогообложения, выплаты процентов и капитальных затрат);
- капитализацию чистого дохода (после налогообложения, выплаты процентов и капитальных затрат);
- капитализацию фактических дивидендов;
- капитализацию потенциальных дивидендов.

При расчете чистого дохода важно правильно выбрать период времени, за который производятся расчеты.

Особое внимание следует обращать на сопоставимость используемых показателей.

Капитализируемой базой чаще всего является скорректированная прибыль компании, тем не менее в практике иногда используется выручка либо прибыли до налогообложения.

польз. №486952; dt: 1569489022, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489028, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Показатель чистой прибыли обычно используется для оценки компаний, в активах которых преобладает быстроизнашивающееся оборудование.

Следующий важный вопрос, который возникает при расчете чистого дохода, — выбор способа его расчета. Простейшим способом является расчет чистого дохода по формуле среднего арифметического. Более точно рыночную стоимость обычно удается рассчитать в случае определения чистого дохода по формуле средневзвешевания или тренду.

Если в динамике показателя чистого дохода за выбранный ретроспективный период не прослеживается какой-либо четкой тенденции, то базовый показатель чистого дохода компании может быть получен как среднее арифметическое за этот период.

Если же аналитик считает, что для прогноза будущих чистых доходов наиболее важными являются чистые доходы за последние периоды, то он использует весовые коэффициенты.

Пример.

Чистый доход, тыс. руб.	Весовой коэффициент	Итог, тыс. руб.
30	1	30
34	2	68
37	3	111
41	4	164
44	5	220
ИТОГО	15	593

Средневзвешенный чистый доход равен 593 / 15 = 39,5 тыс. руб.

Если предполагается, что тенденция динамики чистого дохода сохранится и на перспективу, то его величина определяется на основе тренда. Для этого используется уравнение трендовой прямой

$$y = a + b \times x,$$

где y — чистый доход в i-м году;
x — вес i-го года;
n — число периодов наблюдения;
a и b — коэффициенты, которые рассчитываются по формулам

$$a = \frac{\sum y - b\left(\sum x\right)}{n},$$

$$b = \frac{n\left(\sum xy\right) - \left(\sum x\right) \times \left(\sum y\right)}{n\left(\sum x^2\right) - \left(\sum x\right)^2}.$$

В некоторых случаях для оценки компаний используется объем валовой выручки. Он чаще всего применяется для определения рыночной стоимости бизнеса в сфере услуг.

Иногда для оценки акционерных обществ используется капитализация дивидендов. Этот метод предпочтителен для миноритарных акционеров или держателей привилегированных акций. Для акционеров, обладающих контрольным пакетом, предпочтительнее

польз. №486952; dt: 1569489028, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489036, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

использование для определения рыночной стоимости компании капитализации чистого дохода. В качестве коэффициента капитализации может быть использована:

1) норма прибыли, скорректированная на уровень риска;
2) ставка капитализации по сопоставимым компаниям.

6.3. Методы оценки, основанные на анализе рынков

Краткая характеристика сравнительного подхода к оценке бизнеса (собственного капитала корпорации)

В соответствии с ФСО №1[1] и ФСО № 8[2] сравнительный подход — это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами-аналогами, в отношении которых имеется информация о ценах. Объектом-аналогом для целей оценки признается объект, сходный с объектом оценки по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам, определяющим его стоимость.

> **Сравнительный подход к оценке бизнеса** (собственного капитала корпорации) базируется на предположении, что стоимость собственного капитала определяется величиной, за которую компания может быть продана при наличии достаточно сформированного рынка.

Сравнительный подход базируется на принципах замещения, которые предполагают, что разумный потенциальный инвестор не заплатит за объект больше минимальной цены, за которую может быть приобретен аналогичный объект. Другими словами, наиболее вероятной стоимостью оцениваемого бизнеса может быть реальная цена продажи сходной компании, зафиксированная рынком.

Сравнительный подход предполагает, что рынок сам устанавливает цену для оцениваемого объекта тем же самым образом, что и для сопоставимых, конкурентных объектов-аналогов, недавно проданных в сходном сегменте рынка. Однако метод требует тщательного отбора сопоставимых продаж и анализа ценообразующих факторов, таких как соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса, уровень риска, перспективы развития отрасли, конкретные особенности компании и многое другое.

Стоимость собственного капитала компании оценивается на основе использования двух блоков информации:

1) внешний блок: данные по сходным компаниям (цена и ценообразующие параметры),
2) внутренний блок: данные по оцениваемой компании.

Использование рыночной информации является отличительной особенностью и основным инструментом сравнительного подхода, однако два других подхода — доходный и затратный — также используют информацию рынка. В доходном подходе исходя из данных рынка определяется ставка дисконтирования, инфляция, темпы роста в постпрогнозный период и др. В затратном подходе, требующем определения рыночной стоимости всех активов и обязательств компании, расчеты основываются на рыночной стоимости материалов, выполняемых работ, экономическом износе, рыночной стоимости заемных средств.

---

[1] Приказ Минэкономразвития России от 20 мая 2015 г. № 297 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1)».

[2] Приказ Минэкономразвития России от 1 июня 2015 г. № 326 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)».

польз. №486952; dt: 1569489036, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489042, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Однако, поскольку сравнительный подход основан на прямом сравнении оцениваемого объекта с аналогичными объектами на рынке, именно этот подход часто называют рыночным. Сравнительный подход при наличии качественной информации позволяет получить хорошие и наглядные результаты оценки стоимости.

В арсенале сравнительного подхода имеется три метода, основное различие которых состоит в используемой ценовой информации:

1) метод компании-аналога, или метод рынка капитала;
2) метод сделок, или метод продаж;
3) метод отраслевых коэффициентов, или метод отраслевых соотношений.

Метод компании-аналога, или метод рынка капитала, основан на использовании цены одной акции, сформированной открытым фондовым рынком.

В этом случае цена аналога не содержит премии за контроль, поэтому дает результат оценки на уровне капитализации, т.е. без премии за контроль. Метод применим для оценки миноритарных пакетов акций.

Метод сделок, или метод продаж, ориентирован на цены сделок при слияниях и поглощениях, либо приобретении контрольного пакета акций.

В этом случае цена аналога включает премию за контроль, поэтому результат оценки дает полную, 100%-ную стоимость собственного капитала. Метод используется для оценки всего бизнеса либо контрольного пакета акций.

Метод отраслевых коэффициентов, или метод отраслевых соотношений, предполагает применение рекомендуемых устойчивых соотношений между ценой и финансовыми параметрами компании.

Отраслевые коэффициенты рассчитываются на основе анализа соотношения между ценой собственного капитала и важнейшими производственно-финансовыми показателями компании и интегрированы в достаточно простые формулы определения стоимости оцениваемого предприятия. Например, цена предприятия розничной торговли формируется следующим образом: (0,75—1,5) величины чистого годового дохода увеличивается на стоимость оборудования и запасов, которыми располагает оцениваемое предприятие.

Алгоритм методов сравнительного подхода к стоимостной оценке заключается в следующем. Выбирается недавно проданная организация, аналогичная оцениваемой компании, рассчитывается соотношение между рыночной ценой продажи предприятия-аналога и каким-либо его финансовым показателем (ценовой мультипликатор), рыночная стоимость собственного капитала оцениваемой компании определяется как произведение аналогичного финансового показателя на расчетную величину ценового мультипликатора.

Например, необходимо оценить предприятие, получившее в последнем финансовом году чистую прибыль в размере 500 млн руб. Аналитик располагает достоверной информацией о том, что недавно была продана сходная компания за 4000 млн руб., ее чистая прибыль за аналогичный период составила 400 млн руб. По компании-аналогу рыночная цена превосходит чистую прибыль в 10 раз (4000 / 400 = 10). Следовательно, стоимость оцениваемой компании в 10 раз превышает ее чистую прибыль и составляет 500 × 10 = = 5000 млн руб.

польз. №486952; dt: 1569489042, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489047, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Характеристика ценовых мультипликаторов

Ценовой мультипликатор является основным инструментом сравнительного подхода к оценке бизнеса. Правильное применение ценового мультипликатора требует понимания его экономической природы, порядка расчета и особенностей применения различных видов.

К сведению

Ценовой мультипликатор отражает соотношение между рыночной ценой компании и каким-либо показателем, характеризующим результаты ее производственной и финансовой деятельности. В качестве таких показателей можно использовать не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие.

Ценовой мультипликатор рассчитывается по всем аналогичным компаниям, а его величина, приемлемая для оцениваемой компании, определяется с учетом сравнения финансовых показателей.

Для оценки рыночной стоимости оцениваемой компании выбранная аналитиком величина ценового мультипликатора используется как множитель к ее аналогичному показателю.

Для расчета ценового мультипликатора необходимо выполнить следующие операции.

1. Определить величину капитализации или рыночную стоимость собственного капитала компании-аналога (числитель). Для этого рыночная цена акции аналогичной компании умножается на число акций в обращении. Это даст нам значение числителя в формуле. Цена акции берется на последнюю дату, предшествующую дате оценки, либо она представляет среднюю величину между максимальной и минимальной ценой за последний месяц.

2. Вычислить необходимые финансовые показатели: прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и другие (знаменатель). В этом качестве может выступать показатель финансовых результатов либо за последний отчетный год, либо за последние 12 месяцев, либо средняя величина за несколько лет, предшествующих дате оценки.

Используемые виды ценовых мультипликаторов различаются в зависимости от используемой цены аналога (числителя), а также способа и единицы измерения финансовых показателей аналога (знаменателя).

Цена компании-аналога может быть представлена такими показателями, как:

- собственный капитал,
- инвестированный капитал (сумма собственного капитала и долгосрочных обязательств),
- совокупный капитал (сумма собственного капитала и совокупных обязательств).

В соответствии с выбранной единицей измерения рассчитывают стоимостные, выраженные в денежных единицах, и натуральные, как правило, отражающие физические объемы продаж. Например, годовой объем продажи цементного завода может быть измерен как в рублях, так и в тоннах. Натуральные показатели дают хороший результат при условии производства монопродукции, а также помогают нивелировать влияние нестабильности цен.

Зарубежная практика предполагает вычисление мультипликаторов для сопоставимых компаний в течение трех финансовых лет: в текущем, прошлом и следующем прогнозном годах, при этом величина капитала во всех трех случаях будет одинаковой.

Рассмотрим особенности расчета и использования ценовых мультипликаторов, наиболее часто применяемых для оценки бизнеса, с позиции используемых финансовых показателей (знаменателя).

польз. №486952; dt: 1569489047, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489053, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Мультипликаторы «цена/выручка от реализации»; «цена/физический объем»

Данные мультипликаторы дают хорошие результаты при оценке предприятий малого бизнеса, сферы услуг (реклама, страхование, ритуальные услуги и т.д.), а также для оценки компаний, которые пока не прибыльны. Мультипликатор «цена/выручка от реализации» не зависит от методов ведения бухгалтерского учета. Несомненным достоинством данного мультипликатора является его универсальность, которая избавляет от необходимости проведения сложных корректировок, применяемых при расчете мультипликатора «цена/прибыль». Эти мультипликаторы обычно используются для оценки компаний, которые пока не прибыльны.

Если целью оценки является поглощение компании, то лучше ориентироваться на мультипликатор «цена/выручка от реализации», так как он исключает возможность завышения результатов оценки за счет кратковременного роста прибыли, обеспечиваемого усилиями финансового менеджера. Однако необходимо проанализировать сохранение объема выручки в будущем.

Особенность применения мультипликатора «цена/выручка от реализации» заключается в том, что необходимо обязательно учитывать структуру капитала оцениваемой компании и аналогов. Если соотношение собственных и заемных средств существенно отличается, то оценку лучше проводить на основе рыночной стоимости инвестированного капитала.

Мультипликатор «цена/физический объем» является разновидностью мультипликатора «цена/выручка от реализации». В этом случае цена сопоставляется не со стоимостным, а с натуральным показателем, который может отражать физический объем производства, размер производственных площадей, количество установленного оборудования, а также любую другую единицу измерения мощности, например мультипликатор числа абонентов, количества посетителей или просмотров страниц для интернет-компаний и т.д. Данный вид мультипликаторов предпочтителен, если уровень прибыли на вложенный капитал компаний-аналогов достаточно сопоставим. В противном случае результаты оценки могут иметь большой разброс.

Мультипликаторы группы «цена/прибыль»

Данная группа мультипликаторов широко применяется, так как информация о прибыли оцениваемой компании и предприятий-аналогов является наиболее доступной. В процессе распределения выручки можно рассчитать следующие виды прибыли:

- прибыль до уплаты процентов и налогов (EBIT);
- прибыль до уплаты налогов (EBT);
- чистая прибыль (E);
- прибыль до уплаты процентов и налогов, скорректированная на величину налога на прибыль корпорации (NOPAT).

Для расчета мультипликатора можно использовать величину прибыли, полученную в последний год перед датой оценки, среднегодовую величину прибыли, исчисленную за последние пять лет. Основное правило — соблюдение идентичности используемого вида прибыли для аналога и оцениваемой компании.

Мультипликатор «цена/прибыль до уплаты процентов и налогов» дает аналитику возможность проводить сравнение на основе реальной прибыли, генерируемой мощностями компаний. Важно при ее расчете осуществлять необходимые нормализующие корректировки на величину разовых и экстраординарных доходов и расходов.

Мультипликаторы «цена/чистая прибыль» и «цена/прибыль до уплаты налогов» при оценке корпораций будут давать идентичные результаты оценки, поскольку ставка налога на прибыль корпораций, как привило, единая.

польз. №486952; dt: 1569489053, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489059, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Мультипликатор «цена/денежный поток»

Базой расчета мультипликатора «цена/денежный поток» может служить любой показатель прибыли, увеличенный на сумму начисленной амортизации. Следовательно, аналитик может использовать несколько вариантов данного мультипликатора. Применение мультипликатора «цена/денежный поток» является единственно возможным для оценки убыточных либо малорентабельных компаний, а также при несоответствии фактического полезного срока службы основных фондов компании периоду амортизации, принятому в финансовом учете. Следует иметь в виду, что при существенных различиях в уровне маржи оцениваемой компании и аналогов использование данного мультипликатора приводит, как правило, к переоценке компаний с низкой маржой и, следовательно, к занижению стоимости компаний с высокой маржой.

Применение различных видов мультипликаторов может давать различные по величине результаты стоимости собственного капитала. Для обоснования степени надежности и объективности того или иного вида мультипликатора учитывают экономические критерии.

Мультипликатор «цена/денежный поток» корректен при оценке организаций, в активах которых преобладает недвижимость. Если компания имеет достаточно высокий удельный вес активной части основных фондов, более объективный результат даст использование мультипликатора «цена/прибыль».

Мультипликатор «цена/дивиденды»

Мультипликатор «цена/дивиденды» целесообразно использовать, если дивиденды как в аналогах, так и в оцениваемой компании выплачиваются достаточно стабильно и поддаются прогнозированию.

Данный мультипликатор может рассчитываться как на базе фактически выплаченных дивидендов, так и на основе потенциальных дивидендных выплат. Под потенциальными дивидендами понимаются типичные фактические дивидендные выплаты сходных компаний.

Мультипликатор «цена/балансовая стоимость»

Для расчета мультипликатора «цена/балансовая стоимость» в качестве финансовой базы используется балансовая стоимость либо всех, либо чистых активов аналогичных компаний на дату оценки или на последнюю отчетную дату.

Оптимальная сфера применения данного мультипликатора — оценка холдинговых компаний, либо оценка в случае необходимости срочной продажи крупного пакета акций, входящего в состав портфеля ценных бумаг оцениваемой компании.

Финансовой базой для расчета является либо величина чистых активов, либо полная стоимость активов оцениваемой компании и компаний-аналогов. Причем за основу можно брать как информацию официальных балансовых отчетов компаний, так и скорректированную величину, полученную расчетным путем.

Мультипликаторы цен сделок с пакетами акций при слияниях и поглощениях компаний

При общем едином алгоритме применения данного мультипликатора имеется ряд особенностей.

Так, аналоги отбираются по имеющейся информации о последних сделках продажи контрольного пакета акций, слияния и т.д. в том же сегменте, что и оцениваемая компания.

Цена аналога будет содержать премию за контроль, которую покупатель заплатил, чтобы получить контроль над приобретаемой компанией. Следовательно, результат оценки также включает в себя стоимость ожидаемой синергии оцениваемой компании, дает мажо-

польз. №486952; dt: 1569489059, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489066, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ритарную оценку, включающую премию за контроль над оцениваемой компанией. Таким образом, применение мультипликатора сделок, в отличие от мультипликаторов собственного и инвестированного капитала, не требует дополнительной корректировки на величину премии за контроль.

В российской практике мультипликатор сделок редко применяется в силу отсутствия качественной и достоверной информации о действительно сопоставимых сделках.

6.4. Методы оценки, учитывающие состав и структуру активов корпорации

Затратный подход в процессе оценки стоимости компании представлен двумя методами: методом стоимости чистых активов и методом ликвидационной стоимости.

Метод стоимости чистых активов основан на анализе активов компании. Использование данного метода дает лучшие результаты при оценке действующей компании, обладающей значительными материальными и финансовыми активами.

При этом в рамках метода стоимости чистых активов, используемого при оценке бизнеса компании, отдельные объекты (нематериальные активы, долгосрочные финансовые вложения, здания, машины, оборудование) могут оцениваться с использованием доходного и сравнительного подхода.

Затратный подход предполагает:

- определение рыночной стоимости всех активов компании;
- определение величины обязательств компании;
- расчет разницы между рыночной стоимостью активов и обязательств.

Характерной особенностью затратного подхода является то, что переоценка по рыночной стоимости всех активов баланса осуществляется несколькими методами (как правило, один подход — один метод). Полученные результаты объединяются в итоговую величину рыночной стоимости и отражаются в новом оценочном балансе. При этом оценка стоимости различными методами проводится с учетом особенностей оцениваемого объекта.

Затратный подход оценке зданий, сооружений, передаточных устройств

Затратный подход основывается на изучении возможностей инвестора в приобретении имущества и исходит из принципа замещения, состоящего в том, что инвестор не заплатит за имущество большую сумму, чем та, в которую обойдется приобретение соответствующего имущества, аналогичного по назначению и качеству в обозримый период без существенных издержек.

При оценке зданий, сооружений, передаточных устройств применение затратного подхода заключается в расчете затрат на воспроизводство оцениваемых активов за вычетом всех форм износа, обесценивания и устаревания актива.

Для проведения оценки используются строительно-технические характеристики объектов на основании данных технических паспортов, информация о требуемых затратах на ремонт, затратах, связанных с восстановлением.

При расчете стоимости учитывается физический, функциональный, экономический износ.

> **Физический износ** — это уменьшение стоимости вследствие старения и изнашивания. Это уменьшение может классифицироваться как устранимое и необратимое. В целях определения этого типа износа учитывается фактический возраст зданий и их состояние.

польз. №486952; dt: 1569489066, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489072, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Функциональный износ — представляет собой потерю стоимости, вызванную появлением новых технологий. Он может проявиться в излишке производственных мощностей, конструкционной избыточности, сверхдостаточности, непривлекательном виде, плохой или неэффективной планировке и дизайне. Функциональной износ обычно вызван качественными недостатками использованных материалов и конструкции здания.

Экономический износ — определяется как снижение функциональной пригодности зданий, сооружений, передаточных устройств вследствие влияния экономического развития или изменения окружающей среды, что является непоправимым фактором для собственника недвижимости. Он может быть вызван общим упадком района, местом расположения объекта в районе или состоянием рынка, а также общеэкономическими и внутриотраслевыми изменениями, в том числе сокращением спроса на определенный вид продукции и сокращением предложений или ухудшением качества сырья, рабочей силы, вспомогательных систем, сооружений и коммуникаций, а также правовыми изменениями, относящимися к законодательству, муниципальным постановлениям, зонированию и административным распоряжениям.

Функциональный и экономический износ, как правило, определяются экспертным путем.

При применении методов доходного подхода к оценке недвижимости анализируется возможность объектов генерировать определенный доход, который обычно выражается в форме дохода от эксплуатации и дохода от продажи.

Источниками информации при оценке объектов недвижимости в части доходного подхода выступают: данные технического паспорта в части общей и полезной площади объекта, текущие арендные ставки на рынке недвижимости, данные СМИ и т.п.

Сравнительный подход к оценке недвижимости в рамках затратного подхода к оценке бизнеса заключается в определении рыночной стоимости исходя из анализа имевших место сделок купли-продажи аналогичных объектов.

Метод сравнения продаж наиболее эффективен для объектов недвижимости, по которым имеется значительная информация по сделкам купли-продажи. Как правило, для доходных объектов данный метод задает лишь диапазон вероятной стоимости.

Основными критериями при выборе сопоставимых объектов аналогов являются:

- право собственности на недвижимость;
- условия финансирования;
- условия и время продажи;
- местоположение;
- физические характеристики.

Следующей группой объектов (агрегированной статьей баланса) являются машины, оборудование и транспортные средства.

В зависимости от **целей и мотивов оценки объектом оценки** может выступать либо отдельно взятая машина или единица оборудования (оценка «россыпью»), либо множество условно независимых друг от друга единиц машин и оборудования с учетом имеющихся производственно-технологических связей как между отдельными элементами комплекса, так и между ними, с одной стороны, и окружающей их технической инфраструктурой — с другой («системная оценка» или оценка производственно-технологических систем).

При оценке машин и оборудования в обязательном порядке учитываются происходящие в мировой и отечественной экономике инфляционные процессы, а также изменения

польз. №486952; dt: 1569489072, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489078, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

в налоговом и таможенном законодательстве. Методика учета указанной группы факторов различна для импортного и отечественного оборудования.

При оценке рыночной стоимости оборудования используется, как правило, «оценка потоком», т.е. каждый элемент рассматриваемого имущества оценивается самостоятельно и независимо от других элементов. Наиболее часто используемым при оценке оборудования подходом является затратный подход.

Метод ликвидационной стоимости

Расчет ликвидационной стоимости осуществляется следующим образом.

1. Анализируется ряд статистических и бухгалтерских документов, к которым относятся: бухгалтерские отчеты на конец каждого квартала, статистические отчеты, промежуточный ликвидационный баланс, инвентарные карточки. На основании комплексного финансового анализа делается экспертный вывод о достаточности средств на покрытие задолженности.

2. Формируется оцениваемая масса имущества. Отдельно рассматриваются следующие группы активов:

- наиболее ликвидные (оборотные активы);
- менее ликвидные (необоротные активы).

3. Формируется сумма задолженности компании.

4. Разрабатывается календарный график ликвидации. При этом необходимо учитывать, что продажа различных видов активов компании (недвижимого имущества, машин и оборудования, товарно-материальных запасов) требует различных временных периодов исходя из степени ликвидности и требуемого уровня экспозиции на рынке.

5. Обосновываются размеры затрат.

Выделяются затраты, связанные с ликвидацией, и затраты, связанные с владением активами до их реализации. К числу затрат, связанных с ликвидацией, в первую очередь относятся комиссионные оценочным и юридическим фирмам, а также налоги и сборы, которые платятся при продаже. К числу затрат, связанных с владением активами до их продажи, относятся расходы на охрану объектов, управленческие расходы по поддержанию работы компании до завершения ее ликвидации и т.п.

6. Оценивается реализуемое имущество. Оценка имущества, подлежащего реализации, осуществляется с помощью использования всех подходов оценки. В практике наиболее часто используемым подходом для оценки объектов недвижимости является сравнительный подход.

7. Определяется ставка дисконтирования с учетом планируемого срока реализации. Причем ставка дисконтирования может устанавливаться для каждого вида оцениваемого актива индивидуально с учетом ликвидности (значительны скидки на низкую ликвидность) и риска возможной непродажи.

8. Строится график реализации имущества, на основании которого определяется совокупная выручка от реализации текущих, материальных и нематериальных активов.

9. По итогам реализации погашается накопленная сумма текущей задолженности за период ликвидации (электроэнергия, отопление и т.п.) и осуществляются выплаты по обязательствам.

При этом требования кредиторов удовлетворяются в порядке очередности, установленной законодательством, в соответствии с которой распределение имущества каждой следующей очереди осуществляется после полного распределения имущества предыдущей очереди.

10. Конечным действием является оценка ликвидационной стоимости, приходящейся на долю собственников (акционеров).

польз. №486952; dt: 1569489078, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489087, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

6.5. Итоговая величина стоимости капитала корпорации и ее отражение в отчетности

Заключительный шаг оценки стоимости бизнеса — выведение итоговой величины стоимости.

Для выведения итоговой величины стоимости, полученной на основе трех результатов оценки, используются различные способы определения весовых коэффициентов, необходимых для определения стоимости бизнеса по формуле средневзвешенной величины. Помимо методов математического и субъективного взвешивания также используется метод экспертной квалиметрии, вероятностный подход и метод анализа иерархий.

Метод экспертной квалиметрии основан на количественной оценке такого качественного показателя, как надежность отдельных результатов, полученных тремя подходами — доходным, затратным и рыночным. Основаниями для определения степени надежности каждого подхода являются:

- достоверность исходной информации, использовавшейся при проведении расчетов каждым методом;
- количество и характер допущений (явных и неявных), используемых оценщиком, которые могут оказаться несоответствующими реальности (например, при прогнозировании будущих доходов или будущих затрат, при определении ставки дисконтирования методом кумулятивного построения).

Метод анализа иерархий, опирающийся на многокритериальное описание проблемы, был предложен и детально описан Т. Саати в работе «Принятие решений: метод анализа иерархий». В методе используется дерево критериев, в котором общие критерии разделяются на критерии частного характера. Для каждой группы критериев определяются коэффициенты важности. Альтернативные варианты также сравниваются между собой по отдельным критериям с целью определения критериальной ценности каждого из них. Средством определения коэффициентов важности критериев либо критериальной ценности альтернатив является попарное сравнение. Результат сравнения оценивается по балльной шкале. На основе таких сравнений вычисляются коэффициенты важности критериев, оценки альтернативных вариантов и находится общая оценка как взвешенная сумма оценок критериев.

Предложенные методы согласования результатов оценки носят эвристический характер, т.е. не имеют строгого научного доказательства. Однако данные методы нашли широкое практическое применение в оценочной деятельности из-за своей простоты и наглядности. Для выведения итоговой величины стоимости используются и более сложные инструменты, например модель Монте-Карло.

Порядок определения поправки на контроль

В процессе оценки бизнеса может потребоваться определение рыночной стоимости не компании в целом, а определенного пакета акций. Согласно действующему законодательству, каждая обыкновенная акция общества предоставляет акционеру — ее владельцу одинаковый объем прав.

При этом владелец определенной доли акций в общем их объеме получает дополнительные права, связанные с реализацией управленческих функций в акционерном обществе. Наличие дополнительных прав у владельца контрольного пакета акций обусловливает более высокую стоимость акций в данном пакете по сравнению с акциями в миноритарном пакете, владельцы которого не имеют таких прав. Для отражения прав контроля в стоимости пакета акций используют премию за контроль. Таким образом, премия за кон-

польз. №486952; dt: 1569489087, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489093, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

троль представляет собой стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций. Она отражает дополнительные возможности контроля над предприятием по сравнению с меньшей долей, т.е. владением миноритарным пакетом акций. Для отражения неконтрольного характера акций в миноритарном пакете используют скидку за неконтрольный характер.

Существует несколько способов определения поправки на контроль и расчета стоимости неконтрольного пакета акций.

Первый способ, являясь наиболее распространенным, основан на применении среднего значения поправки на контроль в отраслевом разрезе, полученного на основе статистических исследований и корректируемого исходя из перечня факторов, влияющих на величину премии. Второй подход, менее распространенный, базируется на стоимостной оценке частных выгод мажоритарных акционеров.

В российской практике оценки поправка на контроль вносится на основе среднего значения, взятого с западного рынка, вследствие отсутствия российских статистических исследований в этой области. В большинстве случаев для корректировки среднего значения принимается во внимание только фактор объема предоставляемых прав, определяемый исходя из действующего российского законодательства и устава данной компании.

Необходимость применения скидки на неконтрольный характер вызвана практикой нарушения прав миноритарных акционеров. Среди наиболее распространенных нарушений можно выделить нарушение права на получение информации, на участие в управлении обществом, на получение дивидендов, а также увод активов и разводнение капитала.

Для определения стоимости миноритарного пакета акций на практике используются три основных приема: во-первых, основанный на расчете пропорциональной доли пакета в стоимости компании и применении скидки на неконтрольный характер; во-вторых, основанный на дисконтировании потока доходов миноритарного акционера; в-третьих, «горизонтальный» подход, базирующийся на данных по продаже сопоставимых неконтрольных пакетов акций. Расчет скидки на неконтрольный характер предлагается осуществлять либо на основе статистических исследований и выявления среднего значения скидки, либо исходя из величины премии за контроль по следующей формуле[1]:

$$С = 1 - 1 / (1 + П),$$

где С — скидка за неконтрольный характер;
П — премия за контроль.

Предлагаемые методы расчета поправки на контроль (премии за контроль либо скидки на неконтрольный характер) основаны главным образом на экспертном суждении о величине поправки либо об ее отклонении от среднего значения, выявленного на основе статистических наблюдений.

Порядок определения скидки на недостаток ликвидности

Термин «ликвидность» существует в различных разделах финансовой науки. В более общем смысле под ликвидностью фондового рынка понимают полную свободу передвижения инвестиций, оформленных в виде ценных бумаг. Благоприятный инвестиционный климат, информационную открытость компаний, разветвленную инфраструктуру рынка, обеспечение равных прав для всех инвесторов и профессиональных участников рынка, наличие законодательной, нормативной базы и другие факторы, во многом определяющие степень ликвидности рынка, количественно описать почти невозможно.

[1] Оценка бизнеса ; под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М. : Финансы и статистика, 1998.

польз. №486952; dt: 1569489093, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489100, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Понятие «ликвидность» в более узком смысле как некая мера скорости превращения активов в денежные средства используется в корпоративных финансах. В процессе оценки бизнеса эксперт сталкивается с понятием ликвидности акций.

На практике существуют различные качественные определения ликвидности акций компаний. Так, акции, ликвидность которых велика, называют «голубыми фишками», а акции, ликвидность которых мала, — «вторым эшелоном». Иногда еще говорят о «третьем эшелоне» и «неликвиде». Такая градация несколько грубовата и в значительной мере условна, так как грани между этими категориями весьма размыты.

Очевидно, что актив, востребованный рынком, имеет бóльшую ценность, нежели актив, реализация которого связана с некоторыми трудностями. Это объясняется следующим: во-первых, в случае если для реализации актива требуется длительный период времени, собственник актива несет убытки в размере альтернативной рыночной доходности за период реализации низколиквидного актива, во-вторых, собственник сталкивается с неопределенностью относительно рыночной стоимости актива по окончании периода, необходимого для его продажи на рынке, в-третьих, продажа низколиквидного актива может повлечь за собой дополнительные организационные расходы. Для отражения степени ликвидности в стоимости бизнеса используется скидка на низкую ликвидность.

Другими словами, рынок выплачивает премию за ликвидность и, напротив, снижает цену при ее отсутствии. На относительную ликвидность различных пакетов влияет множество факторов. С течением времени важность фактора ликвидности в оценке бизнеса получает все большее признание. По данным зарубежной статистики, непригодность к продаже снижает стоимость акции закрытых компаний по сравнению с акциями публичных компаний в среднем на 35—50%[1].

Поправка на ликвидность на практике рассчитывается, как правило, для компаний, акции которых не котируются на фондовой бирже. Если принимается решение о применении скидки к стоимости котируемых акций, поправка рассчитывается путем построения экспертной шкалы соотношения коэффициента ликвидности и величины поправки.

Скидка на недостаток ликвидности акций закрытых компаний определяется либо исходя из среднего значения поправки, либо исходя из стоимости регистрации акций и брокерских комиссионных, взимаемых за продвижение акций компании на фондовый рынок.

Приведенные способы расчета скидки на недостаток ликвидности, так же как и способы расчета поправки на контроль, находятся в зависимости от экспертного мнения, что обусловливает субъективность результатов. В меньшей степени субъективная составляющая присутствует при определении затрат для выхода на фондовый рынок. Однако данный способ не позволяет учесть различия в степени ликвидности обращающихся на рынке акций. Кроме того, данный способ неприменим к оценке неконтрольных пакетов, поскольку миноритарные акционеры не имеют возможность решающим образом повлиять на решение общего собрания акционеров по поводу вывода акций компании на фондовый рынок.

Ключевые термины

- Доходный подход к оценке.
- Сравнительный подход к оценке.
- Затратный подход к оценке активов.
- Метод дисконтирования денежных потоков.

[1] *Пратт Ш., Фишмен Дж., Гриффит К.* Руководство по оценке стоимости бизнеса. М. : Квинто-Консалтинг, 2000.

польз. №486952; dt: 1569489100, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489105, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- Метод капитализации дохода.
- Метод стоимости чистых активов.
- Метод ликвидационной стоимости.
- Терминальная стоимость.
- Прогнозный период.
- Постпрогнозный период.
- Премия за контроль.
- Скидка на низкую ликвидность.
- Итоговая величина стоимости.
- Метод компании-аналога.
- Метод сделок.
- Метод отраслевых коэффициентов.
- Ценовой мультипликатор.
- Мультипликаторы собственного и инвестированного капитала.

Контрольные и дискуссионные вопросы и задания

1. Какие факторы следует учитывать при выборе метода сравнительного подхода?
2. Какие критерии используются для принятия решения о сходстве компаний?
3. Что такое ценовой мультипликатор? Какие виды мультипликаторов используются в процессе оценки?
4. Какие основные виды корректировок применяются к итоговой стоимости сравнительного подхода?
5. На каких принципах оценки базируется доходный подход и для каких целей он используется?
6. Какие методы оценки включает доходный подход и какова сфера их применения?
7. Перечислите основные этапы оценки бизнеса методом дисконтирования денежных потоков.
8. В чем заключаются преимущества и недостатки метода дисконтирования денежных потоков?
9. Каковы основные этапы оценки бизнеса методом капитализации? В чем заключаются его преимущества и недостатки?

Задачи

1. Рассчитайте стоимость организации при допущении, что денежные потоки поступают равномерно в течение года. Начиная с шестого года темпы роста денежного потока составят 4%. Ставка дисконтирования равна 18%.

1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
300	400	450	500	700

2. В конце каждого из последующих четырех лет акционерное общество «Радуга» предполагает выплачивать дивиденды в размере: первый год — 2 дол. США, второй год — 1,5, третий год — 2,5, четвертый год — 3,5 дол. США. Если ожидается, что в дальнейшем дивиденды будут расти на 5% в год, а требуемая ставка дисконтирования составляет 12%, то какую цену целесообразно заплатить сегодня за акцию данного акционерного общества?

польз. №486952; dt: 1569489105, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489111, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

3. Используя приведенную ниже информацию, вычислите для компании-аналога «Салют» все возможные виды мультипликаторов «цена/прибыль» и «цена/денежный поток». Расчет сделайте исходя из цены одной акции и собственного капитала предприятия в целом.

Капитал фирмы «Салют» поделен на 250 000 обыкновенных акций, рыночная цена одной акции — 75 руб.

Отчет о прибылях и убытках (выписка)

Показатель	Сумма, тыс. руб.
Выручка от реализации	60 000
Затраты	50 000
В том числе амортизация	15 000
Сумма уплаченных процентов	3 000
Ставка налога на прибыль, %	20

4. Определите стоимость одной акции предприятия «Байкал», используя следующую информацию: чистая прибыль предприятия — 450 тыс. руб.; чистая прибыль в расчете на одну акцию — 25 руб.; балансовая стоимость чистых активов — 5 млн руб.; мультипликатор «цена/балансовая стоимость» — 1,5.

5. Оцените с помощью мультипликатора инвестированного капитала предприятие «Сирена», годовая выручка от реализации которого составляет 1 800 000 руб.

Пассив баланса предприятия «Сирена», руб.: собственный капитал — 4 000 000; долгосрочные обязательства — 600 000; краткосрочные обязательства — 1 400 000.

Аналогом является предприятие «Гудок», рыночная цена одной акции которого составляет 25 руб., число акций в обращении — 550 000. Годовая выручка от реализации — 1 600 000 руб.

Пассив баланса предприятия «Гудок», руб.: собственный капитал — 8 000 000; долгосрочные обязательства — 2 000 000; краткосрочные обязательства — 4 000 000.

Ключевые функции Bloomberg

GLCO — Мировые цены на сырьевые товары.
FXC — Матрица валютных курсов.
ECFC — Экономические прогнозы.
ECST — Мировая экономическая статистика.
LOIS — Монитор ликвидности 3-m спред LIBOR-OIS.
WEI — Мировые фондовые индексы.
MOST — Наиболее активные бумаги.
FXIP — Информационный портал валют.
CBQ — Обзор рынка по стране.
IBQ — Анализ индустрии.

польз. №486952; dt: 1569489111, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489117, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 7

Финансовые инструменты рынка капитала

Изучив эту главу, вы:

- познакомитесь с характеристиками основных видов ценных бумаг: облигаций, акций, векселей, гибридных ценных бумаг;
- узнаете, какие существуют разновидности этих ценных бумаг по методу выплаты доходов, по способу обеспечения обязательства, по видам иных прав, закрепленных в ценной бумаге;
- узнаете, что понимается под инвестиционным качеством долговых ценных бумаг;
- будете знать, как рассчитываются цена и доходность ценных бумаг и от чего они зависят.

Два основных способа получения внешнего финансирования корпорацией — банковский кредит или выпуск обращающихся финансовых инструментов — ценных бумаг. Последние в свою очередь подразделяются на долговые и долевые инструменты. Главными представителями первой группы выступают облигации, второй — акции. Наиболее важным видом ценных бумаг с точки зрения финансирования корпорации являются облигации.

7.1. Облигации

Облигации являются **основным видом долговых бумаг**. На них приходится примерно 95% мировой задолженности по ценным бумагам, величина которой в конце 2013 г. составляла около 100 трлн дол.

В России понятие облигации зафиксировано в ст. 2 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о рынке ценных бумаг).

> **Облигация** — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента этой суммы или иного имущественного эквивалента. Облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству Российской Федерации.

Каждая облигация имеет **номинал**, который представляет собой сумму долга, которую обязуется вернуть эмитент облигации. В России номинал корпоративных облигаций обычно равен 1000 руб. (в США — 1000 дол.).

> **Номинал** — нарицательная стоимость облигации, сумма долга, который обязуется вернуть эмитент.

польз. №486952; dt: 1569489117, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489124, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

По сумме номиналов выпущенных облигаций (и других долговых бумаг) оценивается размер рынка облигаций той или иной страны (табл. 7.1).

Таблица 7.1
Объем мировых рынков долговых ценных бумаг (общий объем задолженности на конец года), млрд дол.

Страна	Год				
	1995	2000	2005	2008	2013
Великобритания	825	1565	2556	4146	5844
Германия	2179	2082	4096	6036	4357
Италия	1619	1345	2884	4817	4074
Испания	367	363	1625	3541	2389
США	11078	16118	23841	31315	36942
Франция	1483	1332	2870	4925	4757
Япония	5307	6432	8646	9859	12244
Бразилия	227	356	632	1289	2282
Индия	102	140	290	500	708
Китай	107	276	633	2045	4360
Корея	255	351	740	1138	1589
Мексика	54	127	316	523	780
Россия		85	146	298	562
Весь мир*	**27638**	**36129**	**60276**	**86239**	**99788**
В процентах к ВВП	93	113	134	139	134

*Включая бумаги международных организаций (ЕБРР, Мировой банк и пр. — от 1100 млрд до 1400 млрд дол. в 2011—2013 гг.), не выделенных отдельной строкой.
Составлено по: BIS Quarterly Review. Statistical Annex за разные годы (www.bis.org); Минфин России (www.minfin.ru), информационное агентство CBONDS (www.cbonds.ru).

С точки зрения **вида эмитента** облигации делятся:

- на государственные и муниципальные (в документах некоторых международных организаций они называются публичными — public);
- частные, или корпоративные (облигации предприятий/компаний);
- облигации международных организаций.

Ниже в рамках вопросов корпоративного финансирования нас будут интересовать именно корпоративные облигации. В ведущих развитых странах в 2013 г. на корпоративные долговые бумаги приходилось примерно от 30 (Япония) до 60% (Великобритания) всех находящихся в обращении облигаций (точнее, долговых ценных бумаг). Аналогичный показатель для России — 66% (табл. 7.2).

Таблица 7.2
Удельный вес корпоративных бумаг в общей структуре выпущенных обращающихся долговых инструментов, конец 2013 г., %

Страна	Вес	Страна	Вес
Бразилия	42	Великобритания	58
Индия	10	Германия	48
Китай	65	Италия	41

польз. №486952; dt: 1569489124, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489131, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Страна	Вес	Страна	Вес
Корея	71	США	53
Мексика	44	Франция	52
Россия	66	Япония	28

Подсчитано по: Bank for International Settlements Database.

По срокам облигации делятся:
- на краткосрочные (обычно до 1 года);
- среднесрочные (как правило, 1—10 лет);
- долгосрочные (свыше 10 лет).

В зависимости от **политико-географической принадлежности рынков**, на которых привлекаются ресурсы (размещаются облигации), они делятся:
- на облигации внутренних займов;
- облигации зарубежных займов (международные облигации).

Последние в свою очередь в основном представлены **еврооблигациями** (eurobonds, euronotes) и так называемыми **зарубежными облигациями** (foreign bonds). Одним из проявлений процессов интернационализации и глобализации финансовых рынков является **рост доли облигаций внешних займов в общей структуре задолженности.** Если в начале 1990-х гг. они не превышали 10% общей задолженности по ценным бумагам, то в середине текущего десятилетия их доля превосходила 20%.

Если ограничиться только корпоративными долговыми инструментами, то доля внешних облигационных заимствований заметно различается среди ведущих стран: 10—11% в Японии и США, 60—67% в Германии и Франции, 9% в КНР, 24% в Бразилии и 61% в России (по общей задолженности, данные за 2013 г., BIS).

По способу **выплаты дохода** облигации делятся:
- на процентные (купонные);
- дисконтные.

> **Купон** — процент, устанавливаемый от номинала облигации, являющийся доходом инвестора. Для документарных облигаций **купон** — отрезной талон с указанной на нем цифрой купонной (процентной) ставки. Выплачивается не реже одного раза в год.
>
> Сумма купона — **периодически выплачиваемый доход по облигациям в твердой сумме**.
>
> **Ставка купона** — отношение стоимости купона к номиналу в процентах. Термины «купон» (размер купона) и «ставка купона» иногда используются как синонимы.

Таблица 7.3
Основные параметры облигационного займа компании «Силовые машины» (данные на 17.01.2015)

Наименование	«Силовые машины — ЗТЛ, ЛМЗ, Электросила, Энергомашэкспорт» ОАО, облигации процентные документарные на предъявителя, серия 02
Состояние выпуска	В обращении
Данные госрегистрации	№ 4-02-35909-Н от 23.07.2013, ФСФР
ISIN код	RU000A0JU716

польз. №486952; dt: 1569489131, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489136, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Наименование	«Силовые машины — ЗТЛ, ЛМЗ, Электросила, Энергомашэкспорт» ОАО, облигации процентные документарные на предъявителя, серия 02
Номинал, руб.	1 000
Объем эмиссии, шт.	10 000 000
Объем эмиссии, руб.	10 000 000 000
Объем в обращении, шт.	10 000 000
Объем в обращении, руб.	10 000 000 000
Период обращения, дней	3 640
РАЗМЕЩЕНИЕ	
Дата начала размещения	10.10.2013
Дата окончания размещения	10.10.2013
Дата регистрации отчета об итогах	17.10.2013
ПОГАШЕНИЕ	
Дата погашения	28.09.2023
Дней до погашения	3 176
ОФЕРТЫ или ДОСРОЧНОЕ ПОГАШЕНИЕ	
Дата ближайшей оферты	13.10.2016
Возможность досрочного погашения	Предусмотрено
КУПОН — переменный	
Периодичность выплат в год	2
Текущий купон (всего)	3 (20)
Дата выплаты купона	09.04.2015
Размер купона, % годовых	8,1

Источник: Интерфакс (rusbonds.ru).

По процентным облигациям предусмотрена регулярная выплата процентного дохода. Ставка купона устанавливается в годовых процентах к номиналу. Купоны могут выплачиваться разовыми платежами или несколько раз в год. В последнем случае ставка купона делится пропорционально количеству платежей.

За рубежом широкое распространение получили **индексированные облигации**, в которых номинал и процентная ставка привязаны к цене какого-то актива или индексу (наиболее распространенный случай — привязка номинала и ставки к индексу цен).

Выплата процентов по облигации может производиться по фиксированной ставке (неизменной в течение всего срока облигации или в заранее установленные периоды этого срока) и плавающей (т.е. изменяющейся в зависимости от изменения какой-то рыночной ставки, на международном рынке это обычно LIBOR[1]). Мировая и российская практика знает случаи выплаты процентов на основе розыгрышей (лотерейного типа)[2].

По дисконтным облигациям выплата процентов не предусматривается. **Доход (в форме дисконта)** образуется за счет разницы между ценой размещения (покупки) и ценой погашения (номиналом)[3]. Обычно дисконтные облигации выпускаются на короткий срок — не более 2 лет.

[1] LIBOR — London Interbank Offered Rate — лондонская межбанковская процентная ставка.

[2] К числу выигрышных облигаций относились бумаги, выпускавшиеся в СССР в 1970—1980 гг.

[3] При этом следует помнить, что и процентные облигации могут продаваться с дисконтом к номинальной стоимости облигации.

польз. №486952; dt: 1569489136, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489143, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

> **Дисконт** — скидка в процентах к номиналу.

По **способу погашения** облигации делятся:

- на серийные (с амортизацией долга) — облигации с последовательным погашением фиксированной доли общего количества облигаций (лотерейные или тиражные займы), предусматривают погашение облигаций частями в разные сроки (сериями);
- срочные (разовым платежом) — имеют единый срок погашения.

По **способу обеспечения обязательств** облигации делятся на облигации:

- с обеспечением;
- без обеспечения.

> **Субординированная облигация** — облигация, обеспечивающая ее владельцу меньше прав (по сравнению с другими облигациями) на активы, которыми она обеспечена. Субординированная облигация без специального обеспечения — облигация, предусматривающая, что в случае банкротства эмитента держатели получат право требования только после того, как удовлетворены претензии держателей основной задолженности.

В первом случае эмитент выделяет специальное имущество, которое может быть использовано для погашения долга, если у него не окажется денежных средств для погашения. Обеспечением может служить также гарантия другой организации (например, банка).

Облигациями с обеспечением признаются облигации, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом (облигации с залоговым обеспечением), поручительством, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией[1].

Облигации с залоговым обеспечением. К отношениям, связанным с обеспечением исполнения обязательств по облигациям залогом имущества эмитента или третьего лица, положения ГК РФ и иных федеральных законов применяются с учетом особенностей, установленных ст. 27.3 Закона о рынке ценных бумаг.

Предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением могут быть только ценные бумаги, недвижимое имущество и ипотечное покрытие. Имущество, являющееся предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением, подлежит оценке оценщиком.

Облигация с ипотечным покрытием[2] — это облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается полностью или частично залогом ипотечного покрытия.

Жилищная облигация с ипотечным покрытием[3] — это облигация с ипотечным покрытием, в состав которого входят только права требования, обеспеченные залогом жилых помещений.

Ипотечное покрытие могут составлять только обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и (или) об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными, и (или) ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю их владельцев в праве общей собственности на другое ипотечное покрытие, денежные средства в валюте РФ или иностранной валюте, а также

---

[1] Пункт 1 ст. 27.2 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» и абз. 3 ст. 2 Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

[2] Абзац 3 ст. 2 Закона «Об ипотечных ценных бумагах».

[3] Абзац 6 ст. 2 Закона «Об ипотечных ценных бумагах».

польз. №486952; dt: 1569489143, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489148, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

государственные ценные бумаги и недвижимое имущество в случаях, предусмотренных законом[1].

Облигации, обеспеченные поручительством. По договору поручительства поручитель обязывается перед кредитором другого лица отвечать за исполнение последним его обязательства полностью или в части[2]. Договор поручительства может быть заключен также для обеспечения обязательства, которое возникнет в будущем.

Облигации, обеспеченные банковской гарантией. В силу банковской гарантии банк, иное кредитное учреждение или страховая организация (гарант) дает по просьбе другого лица (принципала) письменное обязательство уплатить кредитору принципала (бенефициару) в соответствии с условиями даваемого гарантом обязательства денежную сумму по предоставлению бенефициаром письменного требования о ее уплате[3].

Облигации, обеспеченные государственной или муниципальной гарантией. Государственная и муниципальная гарантии по облигациям представляются в соответствии с бюджетным законодательством Российской Федерации и законодательством Российской Федерации о государственных (муниципальных) ценных бумагах.

По способу **реализации прав** облигации делятся:

- на именные;
- на предъявителя.

В России среди корпоративных облигаций преобладают на предъявителя. В США все средне- и долгосрочные облигации только именные.

По форме **существования** облигации делятся:

- на документарные;
- бездокументарные.

Облигации на предъявителя российских эмитентов выпускаются в документарной форме с обязательным централизованным хранением. На практике это означает, что выпускается один сертификат на всю сумму займа и размещается в депозитарии. Сделки с облигациями учитываются на счетах депо, т.е. фактически это тоже бездокументарная бумага.

Облигации могут выпускаться с правом конверсии в акции эмитента **(конвертируемые облигации)**.

> **Конвертируемые облигации** выпускаются с возможностью обмена на обыкновенные или привилегированные акции в определенное время по заранее установленной цене (курсу).

В этом случае инвестор может получить либо номинальную стоимость при погашении, либо акции по заранее фиксированному соотношению.

Пример

Номинал облигации 1000 руб. Погашение может производиться либо по номиналу, либо четырьмя акциями данного эмитента. Конверсионная цена, следовательно, равна 250 руб. Если текущая рыночная цена акции равна 260 руб., очевидно, что более выгодно провести конверсию. Как правило, конвертируемые облигации считаются более надежными и соответственно по ним устанавливается более низкая процентная ставка.

---

[1] Пункт 1 ст. 3 Закона «Об ипотечных ценных бумагах».

[2] Статья 361 ГК РФ.

[3] Статья 368 ГК РФ.

польз. №486952; dt: 1569489148, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489155, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В международной практике на конвертируемые облигации похожи **облигации с варрантом (ордером)**. Отличие заключается в том, что варрант может отделяться от облигации и в этом случае образуются две бумаги: обычная облигация и собственно варрант. В России инструментом, аналогичным варранту, является **опцион эмитента**.

И конвертируемые, и облигации с варрантом относятся к классу гибридных инструментов, имеющих черты как долговых, так и долевых ценных бумаг.

Облигации могут выпускаться с правом досрочного погашения владельцем облигации **(оферта к погашению)**. Это право возникает, как правило, раз в год или раз в несколько лет и действует в течение некоторого промежутка времени (все это прописано в эмиссионных документах). Таким образом, облигация со сроком в пять лет и годовой офертой, являясь среднесрочной бумагой, по сути превращается в краткосрочную бумагу. В России выпуск подобных облигаций широко распространен (а сначала практически все корпоративные облигации имели годовую оферту). Постепенно время между офертами увеличивается, и по некоторым выпускам оферта предусмотрена единожды в течение срока облигации (табл. 7.3 и 7.4).

Таблица 7.4
Выдержка из базы данных о котировках облигаций агентства «Интерфакс»

Облигация, выпуск	Дата погашения	Дата оферты	Дюрация, дней	Купон			Цена		Доходность		В обращении, млн руб.
				р/год*	% год	НКД**	чистая	«грязная»	погашения	оферты	
Абсолют Банк-3	28.05.2018	28.11.2015	297	2	12,00	18,74	92,29	94,16	23,70	23,70	5000,00
Авангард АКБ-1	01.02.2016	02.02.2015	182	2	10,25	48,58	99,80	104,66	18,84	18,84	1500,00
Авангард-Агро-1	10.10.2017	13.10.2015	252	2	12,00	33,53	97,87	101,22	15,74	15,74	3000,00
Автодор-1	29.11.2016		626	2	9,75	14,16	99,10	100,52	10,55		3000,00
АИЖК 2010-1-2	20.11.2042	23.03.2020	3748	4	9,00	8,61я	100,33	101,93	9,27	9,09	3273,25
АИЖК-17	15.04.2022		1502	4	9,05	2,23	85,46	85,69	13,54		8000,00
Акрон-1	13.10.2015		253	2	9,75	27,25	94,76	97,49	18,56		5000,00
Акрон-4	18.05.2021	26.05.2015	122	2	10,25	16,85	91,74	93,42	42,28	42,28	2369,97
Акрон-5-об	18.05.2021	26.05.2015	122	2	10,25	16,85	99,27	100,95	12,85	12,85	1752,79

* Количество выплат в год.
**НКД — накопленный купонный доход.
Источник: http://www.rusbonds.ru

С конца 2000-х гг. все большую популярность среди российских эмитентов приобретают **биржевые облигации**. Их преимуществом является упрощенный режим выпуска (по сравнению с обычными корпоративными облигациями). В 2012 году на фондовом рынке группы «Московская биржа» обращалось 294 выпуска биржевых облигаций 110 эмитентов. Их доля в общем биржевом обороте корпоративных облигаций на вторичном рынке в 2012—2013 гг. достигла 30%.

польз. №486952; dt: 1569489155, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489160, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Согласно ст. 27.5-2 Закона о рынке ценных бумаг, биржевые облигации — ценные бумаги, отвечающие следующим условиям:

1) облигации допускаются к организованным торгам, проводимым биржей, и размещаются путем открытой подписки;
2) эмитент облигаций существует не менее 3 лет и имеет надлежащим образом утвержденную годовую бухгалтерскую (финансовую) отчетность за два завершенных отчетных года, достоверность которой подтверждена аудиторским заключением;
3) облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости или номинальной стоимости и процента от номинальной стоимости;
4) облигации выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением;
5) выплата номинальной стоимости и процентов по облигациям осуществляется только денежными средствами.

В целом на всех рынках преобладают классические облигации с фиксированной процентной ставкой и единым сроком погашения.

Корпоративные облигации в России

В России первые корпоративные облигации появились в 1997—1998 гг. Это были **еврооблигации** ряда эмитентов, в основном банков. Внутренние (рублевые) облигации стали регулярно выпускаться с 1999 г. Объем данного рынка все еще относительно небольшой (табл. 7.5, 7,6), но этот сектор растет быстрыми темпами. Он сосредоточен на Московской бирже.

Корпоративные облигации могут выпускать предприятия, находящиеся в любой организационно-правовой форме. В российском законодательстве описаны вопросы выпуска облигаций акционерными обществами (ГК РФ и Закон об акционерных обществах). Эти нормы распространяются на все прочие организации.

Фундаментальные свойства корпоративных облигаций:

- удостоверяют отношения займа, а следовательно, не предоставляют права управления компанией;
- обладают старшинством перед акциями при удовлетворении материальных претензий их держателей (также при ликвидации акционерного общества):
  - — в первую очередь выплачиваются проценты по облигациям, а затем — дивиденды акционерам,
  - — при ликвидации сначала погашаются облигации.

Условия выпуска корпоративных облигаций следующие.

1. Выпуск облигаций допускается после полной оплаты уставного капитала.
2. Номинальная стоимость всех облигаций не должна превышать сумму уставного капитала либо величину обеспечения, предоставленного третьими лицами.
3. Выпуск облигаций без обеспечения допускается не ранее третьего года существования общества при условии прибыльной работы и надлежащего оформления двух годовых балансов.
4. Общество не вправе размещать облигации, конвертируемые в акции общества, если количество объявленных акций меньше количества акций, право на которые предоставляют облигации.

польз. №486952; dt: 1569489160, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489166, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таблица 7.5
Размеры российского рынка долговых бумаг, конец года, млрд дол.*

Наименование	Год					
	1998**	2005	2007	2010	2012	2013
ОФЗ, ГКО, ГСО и пр.	72	29,6	50,9	80,7	133	136
Облигации Банка России	—	3,0	4,2	19,4	0	—
ОВВЗ	11	7,1	4,5	1,8	0	0
Еврооблигации Правительства РФ	9	31,5	28,6	30,5	34,9	40,6
Облигации субъектов федерации, внутренние	4	5,4	9,0	15,1	14,4	15,2
Облигации субъектов федерации, международные	2	0,9	1,1	1,3	0,6	0,6
Корпоративные облигации, внутренние	—	17	51,1	96,7	144	159
Корпоративные еврооблигации	—	34	94,3	115	172	182
Векселя	15	20—30	20—30	20—30	20—30	20—30
Депозитные и сберегательные сертификаты		2,1	2,2	0,9	7,6	10,8

* Рублевые цены переведены в доллары в целях удобства сопоставления с другими странами по курсу Банка России на конец года.
** Июль.
Источники: Банк России (Бюллетень банковской статистики) (www.cbr.ru), Министерство финансов Российской Федерации (www.minfin.ru), Информационное агентство CBONDS (www.cbonds.ru), экспертные оценки (по вексельной задолженности).

Таблица 7.6
Количество эмитентов корпоративных облигаций и эмиссий в России в 2005—2013 гг.

Год	Количество эмитентов облигаций	Количество выпусков облигаций
2005	230	302
2006	370	488
2007	465	607
2008	463	650
2009	405	630
2010	368	666
2011	308	692
2012	292	767
2013	353	1030

Источник: Российский фондовый рынок: 2013. События и факты. М. : НАУФОР, 2014. С. 25.

Рейтинг облигаций При покупке облигаций, как и любой ценной бумаги, инвестор должен прежде всего определить степень надежности эмитента. От этого будет зависеть

польз. №486952; dt: 1569489166, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489173, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

цена и доходность облигации, на которую он согласится. Для этого проводится **фундаментальный анализ и оценка** эмитента. Однако совсем не обязательно проводить подобный анализ самому. Можно воспользоваться оценками независимых рейтинговых агентств, которые анализируют облигации и присваивают им рейтинг. Таких агентств много, но исторически сложилось так, что «погоду определяют» три агентства: Standard & Poor's, Moody's и Fitch Investor's Service. Особенно распространено использование рейтингов на международном рынке, где без них практически невозможно осуществить размещение.

> **Рейтинг облигаций** представляет собой оценку кредитоспособности эмитента (его способности выполнять обязательства по выплате процентов и погашению основной суммы долга).

Всеми агентствами применяется буквенная система обозначения уровня рейтинга. По классификации S&P высший уровень надежности по долгосрочным бумагам — AAA, Moody's — Aaa. Для краткосрочных бумаг применяются другие буквенные обозначения. Исходя из рейтинга этих агентств облигации делятся на классы: **инвестиционные и неинвестиционные** (спекулятивные — «мусорные облигации») (табл. 7.7). Инвестиционный уровень (рейтинг) начинается со значения BBB– и Baa3.

К сведению

Чем выше рейтинг, тем дешевле обходится заем для эмитента на первичном рынке (при размещении бумаг), чем ниже — тем дороже.

При повышении рейтинга уже обращающихся на рынке облигаций (на вторичном рынке) их цена повышается, а доходность снижается, при понижении рейтинга, наоборот, цена снижается, доходность повышается.

> **Базисный пункт** — 1/100%.

> **Безрисковая (эталонная, benchmark) ставка** — ставка процента, установленная по облигациям с самыми лучшими инвестиционными качествами (в первую очередь самым высоким рейтингом), которая является эталоном по отношению ко всем прочим облигациям.

Различают **суверенный рейтинг** (правительства) и **рейтинг корпоративный**. Последний, по общему правилу, не может быть выше рейтинга суверенного. В ноябре 1996 г. Россия впервые получила суверенный рейтинг международных рейтинговых агентств (BB– по шкале S&P), что открыло дорогу для получения рейтинга компаниями. В 2003 году Россия впервые получила суверенный инвестиционный рейтинг[1]. Цены на российские еврооблигации сразу выросли, доходность снизилась. Благодаря наличию инвестиционного рейтинга Правительству Российской Федерации (а вслед за ним и многим частным эмитентам) удавалось заимствовать деньги на международном рынке по относительно низкой процентной ставке. Так, по еврооблигациям Правительства РФ, размещенным в 2012 и 2013 гг., купонная ставка (и доходность) составила примерно 5,6—5,9%.

[1] В конце января 2015 г. S&P понизила суверенный рейтинг России до BB+, а вслед за ним и рейтинг крупнейших российских компаний.

польз. №486952; dt: 1569489173, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489185, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таблица 7.7
Виды рейтинговой оценки долгосрочных облигаций

S&P	Moody's	Fitch	Рейтинговая оценка
AAA	Aaa	AAA	Высший уровень надежности
AA+	Aa1	AA+	Высокий уровень надежности
AA	Aa2	AA	
AA–	Aa3	AA–	
A+	A1	A+	Уровень надежности выше среднего
A	A2	A	
A–	A3	A–	
BBB+	Baa1	BBB+	Средний уровень надежности
BBB	Baa2	BBB	
BBB–	Baa3	BBB–	
BB+	Ba1	BB+	Неинвестиционный уровень (спекулятивные облигации)
BB	Ba2	BB	
BB–	Ba3	BB–	
B+	B1	B+	Высокоспекулятивные облигации
B	B2	B	
B–	B3	B–	
CCC+	Caa1	CCC	Существенный риск
CCC	Caa2		Чрезвычайно спекулятивные облигации
CCC–	Caa3		Дефолт неизбежен с небольшим шансом на восстановление
CC	Ca		
C			
D	C	DDD	Дефолт



Основной фактор — это соотношение рыночной, т.е. текущей, процентной ставки и купонной ставки по облигации.

Расчетный Пример 25-летняя облигация выпущена в 1990 г. в период относительно высоких процентных ставок на мировом рынке. Значит, чтобы ее купили, эмитенту необходимо было установить по ней также высокую купонную ставку. Предположим, что облигация размещалась по номиналу 1000 дол. США с купонной ставкой в 10%. К 2012 году процентные ставки на рынке упали. Облигации эмитентов с аналогичным рейтингом (т.е. с таким же уровнем риска) выпускаются со ставкой 4% годовых. Если наш инвестор, имевший старую облигацию, захочет ее продать, он сможет это сделать не за 1000 дол. США, а за бóльшую цену — такую, которая обеспечит примерную доходность в размере 4%. Если рынок обнаруживает инструменты, обеспечивающие более высокую доходность, чем другие, то все начинают покупать этот инструмент, благодаря чему происходит выравнивание цен.



Общее правило: при росте рыночных процентных ставок цена облигации с фиксированной купонной ставкой падает, при падении — повышается.

польз. №486952; dt: 1569489185, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489190, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Зависимость цены облигации от купонной ставки, срока до погашения облигации и текущей рыночной процентной ставки описывается формулой, опирающейся на формулу дисконтирования по сложным процентам[1]

$$P = \sum_{i=1}^{n} \frac{C_i}{(1+r)^i} + \frac{N}{(1+r)^n},$$

где
- P — ожидаемая цена облигации;
- C — величина купонного платежа;
- r — требуемая норма доходности (она же — доходность до погашения) в виде десятичной дроби;
- N — номинал облигации;
- n — число периодов начисления (количество лет до погашения);
- i — номер периода.

Найдем цену этой облигации, если до ее погашения остается еще 3 года:

$$P = 100 / 1{,}04 + 100 / 1{,}08 + (100 + 1000) / 1{,}125 = 1166{,}52 \text{ (дол. США)}.$$

Купон выплачивается несколько раз в год. Как уже указывалось, ставка купона по облигации объявляется в годовых процентах. Если купон выплачивается несколько раз в год, ставка делится на количество выплат. Например, купон 10% выплачивается два раза в год. Это означает, что каждые полгода эмитент выплачивает по 5% номинала облигации. В этом случае при определении наиболее вероятной цены облигации необходимо дисконтировать каждый платеж. Но при этом необходимо учитывать, что ставка дисконтирования (рыночной доходности), которая находится в знаменателе формулы, тоже указана в годовых процентах, поэтому ее также необходимо делить на количество выплат купона в год.

Таким образом, формула преобразуется:

$$P = \sum_{i=1}^{n} \frac{C / m}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{n \times m}} + \frac{N}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{n \times m}},$$

где
- P — цена облигации;
- C — величина купонного платежа;
- r — требуемая норма доходности в виде десятичной дроби;
- N — номинал облигации;
- n — количество лет до погашения;
- m — количество выплат в год;
- i — номер периода.

Учитывая, что выплата купонов представляет собой, как правило, серию равновеликих платежей, т.е. аннуитет, формула принимает вид

$$P = PVA_n^v + PV_n^v.$$

[1] Подробнее методики оценки стоимости облигаций см.: Основы оценки стоимости имущества : учебник / кол. авт.; под ред. М.А. Федотовой, Т.В. Тазихиной. М. : КНОРУС, 2014 ; Оценка стоимости бизнеса : учебник / кол. авт.; под ред. М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой. М. : КНОРУС, 2015 ; Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазихина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. М. : Интерреклама, 2003.

польз. №486952; dt: 1569489190, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489197, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

При торговле на рынке облигаций обычно указывается не цена (в денежных единицах), а **курс — отношение цены к номиналу** в процентах.

> **Курс облигации** — процентное выражение цены облигации, отношение ее цены к номиналу.

$$K = \frac{P}{N} \times 100\%.$$

Например, курс приведенной в табл. 7.3 облигации «Силовые машины» 17.01.2015 составил 93,857. При номинале в 1000 руб. цена составляет 938,57 руб.

Следует, впрочем, иметь в виду, что часто применительно к облигациям, говоря «цена», подразумевают именно курс, так как во всех информационных и торговых системах котировки указываются именно в процентах от номинала.

На некоторых рынках (например, США) курс устанавливается с использованием не десятичной, а простой дроби (в 32 долях). Поэтому для нахождения курса облигации необходимо перевести дробь в десятичную.

Различают **«чистую»** и **«грязную»** цену облигации.

Именно «чистая» цена приводится на терминалах информационных агентств, в сводках газет и прочих СМИ, где публикуется финансовая информация. **«Чистая»** цена рассчитывается исходя из того, что проценты по ней будут выплачены в полном объеме владельцу облигации на момент выплаты процентного дохода. Представим ситуацию, когда продажа облигации произведена ровно между выплатами купонного годового дохода. В этом случае очередной купонный платеж получит покупатель облигации. Продавец должен компенсировать себе неполученные проценты за полгода, продав ее не по «чистой» цене, а за иную сумму, равную «чистой» цене плюс величина накопленных за этот период процентов. Это и будет **«грязная»** цена облигации.

«Грязная» цена облигации = «Чистая» цена + Накопленный купонный доход.

На рынке облигации котируются по «чистой» цене, а сделки совершаются по «грязной» цене. В таблице 7.4 приведены данные о накопленном купонном доходе (НКД), которые используются для определения «грязной» цены. Для иллюстрации рассмотрим пример облигации Абсолют-банка. К чистой цене (922,9 руб.) надо прибавить НКД (18,74 руб.) и получим 941,64 руб. Курс (в процентах от номинала) равен 94,164.

Доходность облигаций Помимо цены (курса) облигации важнейшим показателем является доходность (норма доходности). Существует несколько показателей доходности.

Номинальная доходность (ставка купона) — отношение суммы купона к номиналу:

$$r = \frac{C}{N} \times 100\%.$$

Текущая доходность — отношение суммы купона к текущей цене облигации:

$$r = \frac{C}{P} \times 100\%.$$

польз. №486952; dt: 1569489197, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489203, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Доходность к погашению (внутренняя доходность облигации) — эффективность инвестиции, доходность, которая будет получена при удержании облигации до погашения.

Конечная, или полная, доходность характеризует полный доход по облигации, приходящийся на единицу затрат на покупку этой облигации в расчете на год. Схожа с предыдущим показателем. Разница в том, что в данном случае инвестор не держит облигацию до погашения.

Обычно в СМИ приводится показатель **доходности до погашения** (англ. Yield To Maturity, YTM). Синоним — **IRR, internal rate of return**, внутренняя доходность финансового инструмента/потока платежей. Под внутренней доходностью финансового инструмента понимают доходность, при которой рыночная стоимость финансового инструмента, полученная методом дисконтирования генерируемых им денежных потоков, равна его рыночной цене.

Смысл показателя «доходность до погашения» заключается в том, что он позволяет оценить эффективность инвестиций в облигации не только по такому параметру, как купонная ставка, но и с учетом разницы между ценой облигации при покупке и ценой ее погашения.

Можно рассчитать приблизительную доходность до погашения, используя следующую формулу:

$$r = \left(\frac{\left(C + \frac{(N-P)}{n} \right)}{P} \right) \times 100.$$

Представим, что нам известна текущая цена облигации (1166,52 дол. США), но неизвестна доходность r.

$$\text{Примерное значение } r = \frac{100 + \frac{1000-1166,52}{3}}{1166,52} \times 100 = 3,8\%.$$

Поскольку мы знаем истинное значение r (4%), мы можем оценить, насколько сильно наша грубая оценка отличается от точной.

Дюрация облигаций

Как было показано выше, изменение процентных ставок на рынке при прочих равных условиях — основной фактор, влияющий на цену/курс облигаций. При этом разные облигации (срок до погашения, купонная ставка) по-разному реагируют на изменения рыночных процентных ставок.

В 1930-е годы был разработан показатель, определяющий чувствительность цены облигаций к изменению процентной ставки. Он получил название «дюрация».

> **Дюрация** (англ. duration — длительность) — это средневзвешенный срок потока платежей, взвешенный по дисконтированной сумме. Иными словами — это точка равновесия сроков дисконтированных платежей.

Дюрация является важнейшей аналитической характеристикой облигации.

Само понятие дюрации было введено американцем Ф. Маколи и (независимо) англичанином Дж. Хиксом[1]. Часто в литературе пишут «дюрация Маколи(ея)»:

[1] Подробнее см.: *Буренин А.Н.* Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. М. : НТО, 2011.

польз. №486952; dt: 1569489203, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489208, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

$$D_{Macaulay} = \left(\sum_{i=1}^{n} \frac{i \times C}{(1+r)^i} + \frac{n \times N}{(1+r)^n} \right) \times \frac{1}{PV},$$

где C — купонный платеж по облигации;
n — период поступления i-го дохода;
PV — приведенная (текущая) стоимость облигации;
r — доходность к погашению;
i — номер периода.

С одной стороны, дюрация представляет собой показатель эластичности цены облигации по процентной ставке и характеризует риск изменения цены облигации при изменении процентной ставки. С другой стороны, это средневзвешенное время до погашения купонов и номинала облигации. Обычно измеряется в годах или днях (в России – в днях, см. табл. 7.4).

Предположим, что срок обращения облигации составляет 3 года, купонная ставка 9%, эффективная доходность 10% годовых, номинал облигации 1000 руб., ее приведенная стоимость 975,1 руб. Тогда дюрация такой бумаги

$$D = \left(\frac{1 \times 90}{1{,}1} + \frac{2 \times 90}{1{,}21} + \frac{3 \times 90}{1{,}33} + \frac{3 \times 1000}{1{,}33} \right) \times \frac{1}{975{,}1} = 2{,}76.$$

Характеристики дюрации следующие.

1. Для купонной облигации дюрация составляет меньше времени, остающегося до погашения бумаги. Дюрация облигации с нулевым купоном равна времени до ее погашения.
2. Чем меньше купон по облигации, тем больше дюрация.
3. Чем дольше время до погашения облигации, тем выше дюрация.
4. При повышении доходности до погашения дюрация уменьшается, при понижении — возрастает.
5. Чем больше дюрация, тем в большей степени цена облигации реагирует на изменение процентной ставки, и наоборот. Другими словами, **чем больше дюрация, тем больше риск по облигации**.

Однако на практике чаще используют не дюрацию, а ее производную, которая получила название «**модифицированная дюрация**» (MD):

$$MD = \frac{D}{1+r}.$$

Модифицированная дюрация позволяет оценить примерное изменение цены облигации (%) в ответ на малое изменение рыночных процентных ставок (или доходности):

$$\Delta P \approx \Delta r \times MD.$$

В нашем **расчетном примере** при рыночной ставке 10% модифицированная дюрация равна 2,76 / 1,1 = 2,50.

При номинале облигации 1000 руб. повышение процентной ставки на 1% приведет к понижению цены облигации на 25 руб.:

$$-2{,}50 \times 1000 \times 0{,}01.$$

польз. №486952; dt: 1569489208, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489215, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

7.2. Вексель

Вторым важнейшим долговым инструментом привлечения капитала на российском рынке является **вексель**. До середины 2000-х гг. задолженность по векселям превышала задолженность по рублевым облигациям. Но и в настоящее время, несмотря на опережающий рост эмиссии корпоративных облигаций, вексель продолжает сохранять важные позиции как инструмент финансирования (относительно более важный, чем в других странах) благодаря более низким регулятивным издержкам, связанным с его выпуском и обращением. Вексель — неэмиссионная ценная бумага, выпадающая из-под действия Закона о рынке ценных бумаг. Выпуск и обращение векселей в России регулируется международным нормативным актом — Женевским Единообразным законом о векселе 1930 г.[1]

> **Вексель** — это безусловное долговое обязательство указанного в векселе плательщика оплатить определенную сумму в установленные сроки.

Основными **свойствами** векселя являются:

- **абстрактность** состоит в том, что в текст векселя не включаются причины его появления, т.е. выдача его юридически не привязывается к конкретному договору. Вексельное обязательство абстрагировано от повода его возникновения. Это позволяет исключить возможные причины спора;
- **безусловность** вексельного обязательства, т.е. наступление платежа по векселю не может быть обусловлено наступлением каких-либо событий. Наличие в векселе какого-нибудь обстоятельства, или ссылки на обстоятельство, или причины его выдачи (например: выдан в счет будущей поставки по договору №... и т.п.) лишает его вексельной силы и векселем не признается;
- **бесспорность** — нельзя оспорить вексельный долг. Если должник не согласен с требованиями кредитора, то он обязан вначале оплатить по векселю, а уже потом имеет право подать иск в суд о возврате уплаченной суммы;
- **односторонность вексельного обязательства** состоит в том, что вексель по существу является односторонней сделкой, т.е. для возникновения вексельного обязательства достаточно воли одного лица (п. 2 ст. 154 ГК РФ), которое создает обязанности только для себя (ст. 155 ГК РФ);
- **самостоятельность долга** по векселю заключается в том, что каждое условное или безусловное обязательство по векселю, принятое на себя лицом, выступающим в качестве его участника, носит абсолютно самостоятельный характер и совершенно не зависит от действительности прочих заключенных в векселе обязательств;
- **формальность** векселя характеризует его как документ, требующий соблюдения строгой формы. Несоблюдение формы и реквизитов векселя делает его недействительным, и такое обязательство подчиняется общим правилам гражданского права. Вексель становится обычной долговой распиской, оспариваемой в суде;
- **обращаемость или передаваемость** обеспечивается тем, что первый приобретатель векселя имеет право передать вексель другому лицу (он становится **индоссантом**, а получатель — **индоссатом**). Такое же право имеет каждый из последующих приобретателей документа. С передачей векселя на индоссата переносятся все принадлежащие индоссанту права по векселю, т.е. документ переходит в собственность индоссата;

[1] Федеральный закон от 11 марта 1997 г. № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе» фактически подтверждает верность женевскому документу.

польз. №486952; dt: 1569489215, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489221, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- **денежность векселя** состоит в том, что вексельное обязательство всегда содержит в себе платеж денежной суммы. При этом обязательство по векселю не может быть выражено ни в каком ином имуществе, кроме как в деньгах;
- **солидарная ответственность** заключается в том, что в случае своевременного совершения протеста векселя его держатель может обратить свой иск против индоссантов, векселедателя (переводный вексель) и других обязанных по векселю лиц в силу того, что все они, согласно нормам вексельного права, являются солидарно обязанными перед векселедержателем.

> **Индоссамент** — передаточная надпись на обратной стороне ценной бумаги, в соответствии с которой права по этой бумаге переходят от одного лица к другому.
>
> **Индоссант** — лицо, передающее свои права по векселю другому лицу, о чем первое лицо указывает в передаточной надписи на обороте векселя.
>
> **Индоссат** — лицо, в пользу которого передается документ по индоссаменту (передаточной надписи).

Виды векселей

Двумя основными разновидностями векселей являются простой вексель и переводный вексель.

> **Простой вексель (соло-вексель)** — это безусловное долговое обязательство должника (векселедателя) уплатить кредитору (векселедержателю) определенную сумму денежных средств в определенном месте и в установленные сроки или по приказу кредитора перечислить средства третьему лицу.

Отличительная черта простого векселя в том, что в нем участвуют два лица:

1) векселедатель, который сам прямо и безусловно обязуется уплатить по выданному им векселю;
2) первый приобретатель (векселедержатель), которому принадлежит право на получение платежа по векселю.

Простой вексель является частным случаем переводного векселя, в котором векселедатель и плательщик это одно лицо. Простой вексель не требует **акцепта**, так как в данном случае факт выдачи векселя автоматически означает согласие на его оплату.

Если по простому векселю векселедатель сам обязывается (обещает) совершить платеж, то по переводному векселю он (трассант) предлагает сделать это указанному в векселе третьему лицу (плательщику/трассату).

> **Переводный вексель (тратта)** — это поручение (приказ) кредитора (векселедателя, трассанта), обязывающее должника (трассата) оплатить обозначенную в векселе сумму в указанный срок третьему лицу (ремитенту).

Отличительная черта переводного векселя в том, что в отличие от простого в переводном векселе участвуют не два, а три лица:

1) векселедатель (трассант), выдающий вексель;
2) первый приобретатель (или векселедержатель), получающий вместе с векселем право требовать и платеж по нему;
3) плательщик (трассат), которому векселедержатель предлагает произвести платеж (в векселе это обозначается словом «заплатите»).

польз. №486952; dt: 1569489221, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489228, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Вместе с переводным векселем оформляется **акцепт**, доказывающий согласие плательщика на оплату векселя.

Исходя из конкретных причин появления векселя выделяются:

- **товарный (коммерческий) вексель** — вексель, который выписан в результате предоставления отсрочки платежа за товары. При помощи товарного векселя предприятие-продавец предоставляет покупателю коммерческий кредит, принимая от него в уплату товара вексель, подлежащий оплате в течение определенного периода времени;
- **финансовый вексель** — вексель, который составляется при договоре займа, он приобретается за денежные средства и подлежит оплате денежными средствами. За ним не стоит реальная сделка с товаром;
- **дружеский вексель** — вексель, выдаваемый одним лицом другому без намерения векселедателя произвести по ним платеж, а лишь в целях изыскания денежных средств путем взаимного учета векселей в банке. Дружеские векселя выдаются людьми, безусловно доверяющими друг другу, и не подкрепляются никакой реальной операцией. *Цель выпуска*: оказание помощи одному из участников вексельного обращения, испытывающему финансовые затруднения. Получив вексель, предприятие может с его помощью рассчитаться им с поставщиками за товары или заложить его в банке, чтобы получить реальные деньги;
- **бронзовый вексель** — вексель, не имеющий реального обеспечения или выписанный на вымышленное лицо. В зависимости от способа получения дохода по векселю различают процентный и дисконтный вексель;
- **процентный вексель** — вексель, который содержит оговорку о начислении на вексельную **сумму** процентов. Он может быть только сроком *по предъявлении* или *во столько-то времени от предъявления*. При погашении такого векселя его предъявителю выплачивается вексельная сумма плюс проценты;
- **дисконтный вексель** предусматривает только возврат номинала. Он продается с дисконтом (ниже номинала), а погашается по номиналу. На данный вексель проценты не начисляются.

Вексельный должник, исполнивший солидарную обязанность, имеет право требования к остальным должникам на всю сумму вексельного долга плюс проценты на указанную сумму, а также понесенные им издержки (право регрессного требования).

> **Акцепт** — это письменное согласие на выполнение обязательств по переводному векселю. Свое согласие трассат подтверждает надписью на лицевой стороне векселя.

Акцепт оформляется надписью на векселе («акцептован», «принят», «обязуюсь заплатить» и т.д.) и подписью трассата. Одна подпись плательщика на лицевой стороне векселя также имеет силу акцепта. Посредством акцепта лицо, указанное на векселе в качестве плательщика (трассата), становится акцептантом — главным вексельным должником.

> **Аваль** — это поручительство юридического лица, гарантирующее полную или частичную оплату векселя в случае невыполнения должником своих обязательств.

В целях повышения надежности векселя и повышения гарантии проведения платежа осуществляется авалирование векселя третьими лицами.

При авалировании на лицевой стороне векселя делается надпись: «Считать за аваль». Аваль может выдаваться за любое ответственное по векселю лицо. В связи с этим авалист

польз. №486952; dt: 1569489228, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489233, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

должен указать лицо, за которое он поручается. Если такое указание отсутствует, считается, что аваль выдан за векселедателя.

Составление и реквизиты векселя

Содержание и возможные условия векселя строго определены законом. Вексель в обязательном порядке должен содержать *обязательные реквизиты:*

1) наименование «вексель»;
2) ничем не обусловленное предложение (или обещание от своего имени, если это простой вексель) уплатить определенную сумму;
3) наименование того, кто должен платить (в случае переводного векселя);
4) наименование того, кому или по приказу кого должен быть совершен платеж;
5) указание даты составления векселя;
6) подпись векселедателя;
7) срок платежа (при его отсутствии вексель подлежит оплате по предъявлении);
8) указание места платежа (при отсутствии явного указания вексель считается подлежащим оплате по обозначенному местонахождению плательщика);
9) указание места составления векселя (при его отсутствии вексель считается составленным в обозначенном местонахождении векселедателя).

Дополнительные реквизиты:

- оговорка об акцепте;
- указание лица, у которого можно получить платеж (домицилиата);
- указание посредника в акцепте;
- процентная оговорка.

Несущественные (вневексельные) реквизиты:

- пометка об уведомительном письме плательщику (авизо);
- пометка о получении валюты;
- пометка о том, что платеж обеспечен залогом.

При отсутствии любого из обязательных реквизитов документ не считается векселем.

> **Платеж по векселю** — прекращение (исполнение) вексельного обязательства путем погашения вексельной суммы.

Вексель должен быть предъявлен к платежу в день, указанный на векселе, либо в один из следующих за ним рабочих дней. Если срок платежа нарушен (кредитор не предъявил вексель к оплате), вексель теряет силу и становится долговой распиской, отношения по которой регулируются общегражданским законодательством.

Особенности платежа по векселю:

- при исчислении срока погашения векселя не учитывается день, в который он выписан;
- предъявление векселя к оплате до срока его погашения не обязывает должника платить по нему;
- должник может оплатить в день погашения векселя только часть суммы, а векселедержатель не имеет права не принимать платеж.

Факт неплатежа по векселю удостоверяется нотариусом и называется протестом векселя.

> **Протест по векселю** — нотариально удостоверенный факт неакцепта или неплатежа по векселю.

польз. №486952; dt: 1569489233, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489242, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Нотариус, совершая протест, подтверждает:

- наличие самого факта вексельного обязательства;
- законность держания векселя у кредитора;
- законность его требований;
- отказ вексельного кредитора от совершения акцепта или платежа;
- бесспорность прав векселедержателя, а также дает основание для предъявления требований к обязанным по векселю лицам.

> **Срок протеста** — два рабочих дня от предъявления.

Порядок безакцептного платежа по протестованному векселю следующий.

1. Нотариус принимает от векселедержателя вексель. Сразу он не совершает протест на векселе, а информирует плательщика в этот же день о поступившем к нему векселе и предлагает произвести платеж без совершения протеста. Если плательщик оплатит вексель, то нотариус, не производя на векселе протест, передает его плательщику с отметкой о совершенном платеже.

2. Если платеж по векселю не был получен, то нотариус учиняет протест векселя путем составления акта по установленной форме, делает отметку на самом векселе о факте совершения протеста.

3. Вексель передается в суд. В течение 3 дней судья извещает должника о предъявленном к нему требовании и дает срок до 20 дней для ответа на заявленное требование. Судебный приказ выдается без судебного разбирательства, вызова сторон и заслушивания их объяснений. Судебный приказ имеет силу исполнительного листа. Взыскание по нему производится по истечении 10 дней после выдачи приказа и в порядке, установленном для исполнения судебных решений должником.

> **Регресс** — обратное требование о возмещении уплаченной суммы, предъявляется одним физическим или юридическим лицом другому обязанному лицу. Регресс применяется при протесте векселя.
>
> **Домициляция векселя** — назначение другого лица плательщиком по векселю.

Таким образом, вексель подлежит оплате у третьего лица (домицилиата). Место — домицилий. Это третье лицо не является по векселю обязанным лицом, а лишь производит платеж. Обычно домицилиатами выступают банки. Домицилиат может быть сразу указан векселедателем или трассатом в момент акцепта векселя. Как правило, плательщик по векселю заинтересован в осуществлении платежа в срок в своем банке, поэтому домициляция векселя инициируется плательщиком. Передача векселей на инкассо позволяет клиентам снять с себя технические и юридические вопросы, связанные с предъявлением векселей к платежу, повышает оперативность получения платежей по векселям. Инкассо векселя инициируется владельцем векселя, чтобы учесть порядок погашения векселя, сроки платежа.

> **Инкассо векселя** — поручение клиента банку о предъявлении векселей к погашению и получению по ним платежа.
>
> **Учет векселя** — покупка банком.

Банк, покупая у кого-либо вексель до наступления срока платежа, фактически предоставляет кредит. Возврат этого кредита будет осуществлен погашением векселя у должни-

польз. №486952; dt: 1569489242, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489248, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ка. А проценты за кредит банк должен получить с продавца векселя. Поэтому банк устанавливает скидку (дисконт) к сумме, обозначенной на векселе.

Дисконт рассчитывается по формуле

$$D = \frac{N \times d \times t}{365},$$

где D — дисконт (скидка с номинала) в рублях;
N — номинал;
d — ставка дисконта в долях от единицы;
t — количество дней до погашения векселя.

Учетная стоимость векселя

$$D_1 = N - D.$$

Пример

Вексель выписан на сумму 100 000 руб. со сроком платежа 300 дней. Учетная ставка банка 9%. Определим учетную стоимость векселя.

$$D = \frac{N \times d \times t}{365} = \frac{1000 \times 0{,}09 \times 300}{365} = 73{,}97;$$

$$D_1 = N - D = 1000 - 73{,}97 = 926{,}02.$$

Ответ: 926,02 руб.

В России в настоящее время вексель используется в основном банками для привлечения денег на короткие (до 1 года) сроки.

Особенность состоит в том, что векселя по-прежнему находятся вне конкуренции как долговые ценные бумаги при осуществлении пассивных операций на внутреннем рынке на срок до 1 года. Тем не менее в России среди банковских векселей (основные эмитенты этих ценных бумаг) доля векселей сроком более 1 года составляет около 50%.

Срочная структура вексельного рынка приведена на рис. 7.1.

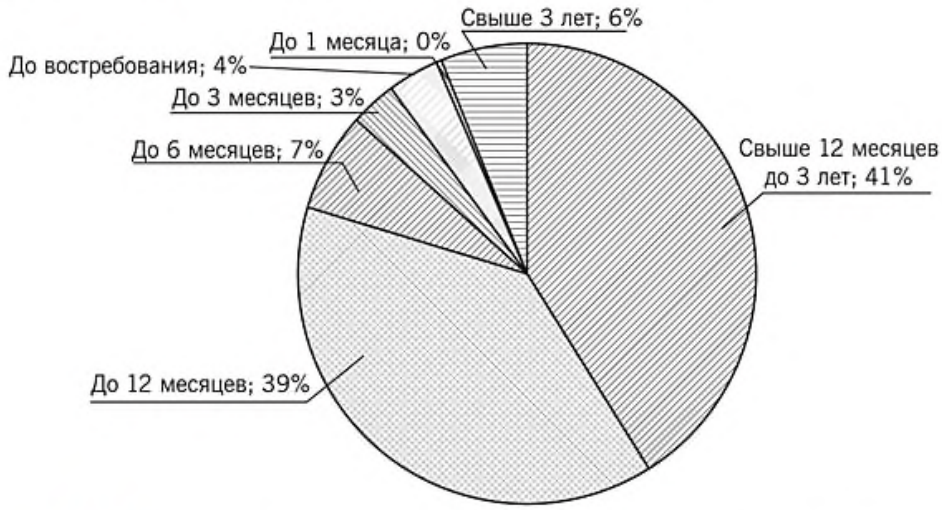


Рис. 7.1. Срочная структура векселей, выданных банками, на 01.08.2013

польз. №486952; dt: 1569489248, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489252, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В объеме краткосрочных заимствований банков посредством ценных бумаг доля векселей составляет около 90%. В диапазоне сроков 1—3 года векселя не сильно уступают облигациям: 439 против 580 млрд руб., да и в сроках свыше 3 лет на их долю приходится более 10%.

В составе банковских векселей преобладают бумаги тройки крупнейших: Сбербанка России, Внешторгбанка и Газпромбанка. В совокупности векселя первой тройки имеют долю в общем объеме около 50%.

Отметим, что в практике вексельных операторов принято делить векселя на «рыночные» и «нерыночные», исходя прежде всего из данных по оборотам. По банкам долю «нерыночных» бумаг компании оценивают в размере около одной трети, по предприятиям — бóльшую часть.

7.3. Акции

В России законодательно понятие акции закреплено в ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг.

> **Акция** — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.

Акция закрепляет за держателем три вида прав:

1) на участие в получении прибыли (дивидендов);
2) участие в управлении (право голоса);
3) долю имущества при ликвидации (ликвидационная стоимость).

В зависимости от ряда характеристик акции могут различаться по следующим параметрам.

По форме:

- документарные;
- бездокументарные (в России могут выпускаться только бездокументарные акции).

В зависимости от характера распоряжения:

- именные (в России акции могут быть только именными);
- на предъявителя (такие акции преобладают во Франции, Швейцарии и Германии; свободно обращаются, эмитент не ведет реестр владельцев).

В зависимости от способа отражения долей, представленных акцией:

- номинальные — в России номинал акции должен быть зафиксирован в уставе. Номинал акции фиксируется при первом выпуске. В последующем номинал теряет смысл, поскольку при дополнительных выпусках акция продается по цене, близкой к рыночной. Однако, поскольку стоимость акции должна быть отражена в балансе, в российской практике в учетных целях удобнее использовать номинальную стоимость акции;
- безноминальные — в целом ряде стран (в том числе в США) разрешен выпуск акций без указания номинала.

В зависимости от объема предоставляемых прав:

- обыкновенные — предоставляют все права, разрешенные законом для акций;
- привилегированные — предоставляют дополнительные привилегии:
  - фиксированные дивиденды,
  - первоочередное право получения дивидендов,

польз. №486952; dt: 1569489252, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489262, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

— первоочередное право получения фиксированной ликвидационной стоимости при ликвидации компании.

Однако взамен этих привилегий акция теряет право на управление компанией — право голоса. В российском законодательстве для владельцев привилегированных акций законодательством предусмотрена процедура возврата права голоса в случаях, когда собрание акционеров:

- принимает решение о невыплате дивидендов по ним;
- обсуждает вопросы, связанные с внесением изменений и дополнений в устав общества, ограничивающих их права, а также когда размер дивиденда определен, но дивиденды не были выплачены полностью или частично.

В этих случаях владельцы привилегированных акций получают право участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции. Право голоса появляется у владельцев этих акций начиная с собрания, следующего за годовым собранием, на котором были ограничены права владельцев привилегированных акций. Это право сохраняется до момента выплаты дивидендов в полном размере. Это обстоятельство может резко изменить стоимость привилегированных акций в случае решения какого-то принципиального вопроса на общем собрании акционеров, когда у сторон, борющихся за контроль над компанией, нет контрольного пакета и идет борьба за каждый голос.

В России все обыкновенные акции акционерного общества должны быть одинаковыми, т.е. предоставлять одинаковый объем прав каждой акции (за рубежом встречаются обыкновенные акции разных классов и с разными правами, в частности многоголосые акции)[1]. Привилегированные акции могут быть различных видов (классов). Это, в частности, означает, что компания может выпустить привилегированные акции с различной ставкой дивиденда.

В России в отличие от других стран компании не прибегают к выпуску привилегированных акций в качестве средства привлечения капитала. Существующие на рынке России привилегированные акции отдельных российских компаний появились в начале 1990-х гг. в процессе ваучерной приватизации. Тем не менее возможность их выпуска есть, в том числе всех наиболее распространенных в мировой практике: *кумулятивных* (акции, по которым происходит накопление дивидендов при их полной или частичной невыплате; в уставе устанавливается размер дивидендов и срок, не позднее которого они должны быть выплачены; если срок такой выплаты не определен, акции не считаются кумулятивными), *конвертируемых* (акции, которые можно обменять на обыкновенные акции или иные разновидности привилегированных акций в течение определенного периода).

Объявленные, размещенные и казначейские акции

При создании общества решение о формировании уставного капитала принимается учредителями, которые с момента регистрации общества получают статус акционеров. Решение о новом выпуске акций принимается общим собранием акционеров. Общество вправе выпустить только то количество акций, которое записано в его уставе, — объявленные акции. При отсутствии в уставе общества этих положений размещение дополнительных акций не допускается.

> **Объявленные акции** — количество дополнительных акций, которое может быть выпущено акционерным обществом.

[1] Разные классы обыкновенных акций с 1 января 2015 г. возможны и в России, но только для непубличных акционерных обществ.

польз. №486952; dt: 1569489262, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489268, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Все проданные акционерам акции называются размещенными, и сумма их номиналов составляет уставный капитал компании, который также записан в уставе.

> **Размещенные (эмитированные) акции, акции в обращении** — акции, приобретенные акционерами.

Существуют случаи, когда акционерное общество выступает инвестором по отношению к собственным акциям, т.е. покупает свои акции. Цели такой покупки могут быть разные, например:

- получение прибыли за счет разницы курсов;
- поддержание курса собственных акций на рынке, когда в моменты паники выкуп части акций способствует стабилизации или даже повышению их рыночной стоимости;
- недопущение поглощения компании (выкуп с рынка части акций препятствует возможности приобретения контроля над обществом со стороны внешних инвесторов);
- увеличение дивидендных выплат на одну акцию;
- выкуп акций для их распределения между существующими акционерами;
- выкуп акций для погашения (уменьшения капитала).

> **Казначейские акции** — собственные акции, выкупленные акционерным обществом у внешних инвесторов и находящиеся на его балансе.

Казначейские акции:

- не дают права голоса;
- по ним не выплачиваются дивиденды;
- не могут находиться на балансе компании более 1 года.

Виды цены акций

При создании акционерного общества оплата акций учредителями производится, как правило, по номиналу. Все последующие выпуски акций должны быть реализованы по цене не ниже номинала.

Как только компания выходит на рынок, инвесторы начинают ее оценивать самостоятельно, у акции появляется курсовая стоимость, которая почти никогда не совпадает с балансовой.

Как отмечалось выше, все обыкновенные акции по российскому законодательству предоставляют своим владельцам равный объем прав. Однако, как гласит один из законов философии, «количество переходит в качество». Размер пакета голосующих акций имеет существенное значение с точки зрения прав акционера.

Дополнительные права, которые предоставляют пакеты голосующих акций:

1% — право ознакомления с информацией реестра акционеров и обращения в суд с иском к члену совета директоров;

2% — право внести предложение в повестку дня общего собрания и выдвинуть кандидатуру в совет директоров;

10% — право созвать внеочередное собрание, потребовать проверки финансово-хозяйственной деятельности общества;

25% + 1 голос — блокирующий пакет — этот пакет дает право заблокировать четыре важнейших решения, принимаемых общим собранием акционеров (о внесении изменений и дополнений в устав о реорганизации акционерного общества, о ликвидации АО, о заклю-

польз. №486952; dt: 1569489268, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489273, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

чении крупных сделок). Эти решения принимаются квалифицированным большинством ($^3/_4$ голосов);

30% голосов — дают право провести новое собрание, созванное взамен несостоявшегося (на собрании должны быть представлены не менее 50% голосующих акций, на следующем — 30%);

50% + 1 голос — контрольный пакет — дает право решить все вопросы, кроме четырех вышеназванных. Контрольный пакет можно определить как количество акций (или процент акций от их общего количества), которое дает возможность проводить их владельцам свои решения на собрании акционеров. Контрольным может быть и меньший пакет. В США контрольными пакетами бывают пакеты и в 5—10% акций (это зависит от степени распыленности остальных акций);

75% + 1 акция — полный контроль над акционерным обществом;

95% — право принудительного выкупа акций у остальных акционеров.

> **Дивиденды** — часть чистой прибыли (прибыли после уплаты налогов), которая выплачивается акционерам.

Порядок объявления и выплаты дивидендов

В разные временные периоды и в разных странах **норма дивидендных выплат** (доля дивидендов в чистой прибыли) различна. В странах с развитыми рынками на дивиденды идет до 70% чистой прибыли акционерных обществ. В США норма дивидендных выплат по компаниям, входящим в индекс S&P 500, за последние 50 лет колебалась в диапазоне от 30 до 70% (в 2013—2014 гг. немногим более 30%). Зрелые компании, существующие уже долгое время, как правило, обязательно платят дивиденды, причем стараются все время их увеличивать и не снижать даже в условиях рецессии. Молодые компании могут долгое время не платить дивиденды, направляя всю прибыль на расширение производства (накопление).

В России в 1990-е гг. акционерные общества почти не выплачивали дивиденды. В 2000-е годы ситуация постепенно начала меняться. Некоторые компании (в соответствии с лучшими нормами **корпоративного управления**[1], см. главу 2) специально вносят в свои уставы положения о том, что на дивиденды должно идти не меньше определенной доли чистой прибыли (например, 10% или 25%). Тем не менее в целом российские публичные компании (чьи акции находятся в свободном обращении, т.е. немногим более 300) направляют на дивиденды меньшую долю чистой прибыли, чем зарубежные — в целом менее 20—23%.

Решение о выплате (объявление дивидендов)

Решение о выплате дивидендов принимается общим собранием акционеров. Дивиденд не может быть больше рекомендованного советом директоров общества. Собрание акционеров не может принять решение о выплате дивидендов, если совет директоров не рекомендовал такую выплату. Выплата дивидендов по акциям не является обязательной для акционерного общества даже при наличии прибыли. Собрание акционеров может принять решение о невыплате дивидендов не только по обыкновенным, но и привилегированным акциям.

[1] Базовым документом является «Принципы корпоративного управления ОЭСР» (OECD Principles of Corporate Governance).

польз. №486952; dt: 1569489273, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489279, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Форма и источник выплаты, периодичность

Дивиденды могут выплачиваться деньгами или иным имуществом. Если дивиденды выплачиваются акциями, то они не признаются дивидендами для целей налогообложения (не взимается налог)[1].

Дивиденды выплачиваются из чистой прибыли за текущий/прошедший год. Вначале выплачиваются дивиденды по привилегированным акциям, а затем — по простым. Дивиденды по привилегированным акциям могут выплачиваться за счет специально предназначенных для этого фондов.

В соответствии с законом общество может выплачивать дивиденды ежеквартально (по итогам первого квартала, шести месяцев, девяти месяцев) или один раз в год.

Дата объявления дивидендов — это день, когда совет директоров принимает решение (объявляет) о выплате дивидендов, их размере, датах переписи и выплаты. Дата выплаты дивидендов определяется уставом общества или решением общего собрания акционеров. Если ни уставом, ни решением собрания акционеров такая дата не определена, то срок выплаты не должен превышать 25 рабочих дней с даты, на которую определяются лица, имеющие право на получение дивидендов.

Эта дата важна и для определения курсовой стоимости акции на вторичном рынке (в момент объявления дивиденда цена акции на вторичном рынке падает, как правило, на величину дивиденда).

Дата выплаты — это день, когда происходит фактическая выплата дивидендов.

Ограничения на выплату дивидендов

Общество не вправе принимать решение о выплате дивидендов, если:

1) не полностью оплачен уставный капитал;
2) на момент принятия такого решения оно отвечает признакам банкротства или они могут появиться в результате их выплаты;
3) общество приняло решение о выкупе своих акций и он еще не был завершен;
4) стоимость чистых активов общества меньше суммы его уставного капитала, резервного фонда и разности между ликвидационной стоимостью размещенных привилегированных акций и их номиналом либо станет меньше этой суммы в результате выплаты дивидендов.

Если дивиденды были объявлены, общество не вправе отказаться от их выплаты.

Виды цены и стоимости акции

1. Номинальная стоимость

> **Номинальная (N) стоимость** — нарицательная (лицевая) стоимость акций — это стоимость доли в уставном капитале акционерного общества, стоимость титула капитала.

Номинальная стоимость имеет значение:

- при организации акционерного общества, когда акции распределяются между учредителями только по номиналу;
- выплате дивидендов, так как дивиденды могут начисляться в процентах к номиналу.

[1] Налоговый кодекс РФ, ст. 43.

польз. №486952; dt: 1569489279, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489293, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

2. Эмиссионная цена

> **Эмиссионная (P) цена** — цена размещения (первой продажи) акции на фондовом рынке.

Если акционерное общество осуществляет дополнительный выпуск акций и они продаются по цене, превышающей номинал, то в уставный капитал относится только номинальная стоимость. Разница между ценой продажи и номиналом называется эмиссионным доходом и относится на добавочный капитал:

$$\text{Эмиссионный доход} = \text{Эмиссионная цена} - \text{Номинал}.$$

3. Курсовая цена

> **Курсовая (рыночная, текущая) цена** — цена акции на вторичном рынке.

В данном случае существует несколько видов рыночной цены:

- цена спроса и предложения (нереализованные сделки);
- цена открытия (цена первой сделки);
- средневзвешенная цена;
- максимальная цена сделок;
- минимальная цена сделок;
- цена закрытия (цена, которая определяется на основе специальной формулы, устанавливаемой биржей, на основе сделок в течение некоторого времени перед окончанием торговли на бирже).

В устоявшейся практике за рыночную цену принимается только цена сделок, т.е. реализованного спроса и предложения. Кроме этого, чаще всего эталонным показателем рыночной цены является цена закрытия.

4. Балансовая стоимость

> **Балансовая (B, книжная) стоимость** — стоимость чистых активов акционерного общества в расчете на акцию.

Балансовая стоимость рассчитывается по следующей формуле:

$$B = NA / Q,$$

где NA — чистые активы;
Q — количество акций.

5. Ликвидационная цена

> **Ликвидационная цена (L, выкупная цена для привилегированных акций)** — цена акции в момент ликвидации бизнеса.

Ликвидационная цена показывает инвестору, что он может получить, если компания прекратит свою деятельность и ее активы будут проданы. Для владельцев привилегированных акций она фиксируется в уставе компании, для владельцев обыкновенных — опре-

польз. №486952; dt: 1569489293, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489291, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

деляется после расчетов со всеми кредиторами и владельцами привилегированных акций. Однако если общество является банкротом, ликвидационная цена в обоих случаях может быть нулевой.

6. Бухгалтерская стоимость

> **Бухгалтерская стоимость** — документально подтвержденные издержки на приобретение ценной бумаги.

По бухгалтерской стоимости купленные акции отражаются на балансе компании. Она включают в себя цену покупки, комиссии, плату за перерегистрацию прав, плату за консультации и другие расходы, связанные с приобретением акции.

Основные показатели инвестиционной привлекательности

1. Величина прибыли на одну акцию (EPS, Earnings Per Share) — стоимостной показатель, равный отношению чистой прибыли компании, доступной для распределения между владельцами обыкновенных акций, к среднегодовому числу обыкновенных акций. Этот показатель характеризует величину чистой прибыли на одну обыкновенную акцию после выплаты налогов и фиксированных дивидендов (дивиденд здесь рассматривается как обязательство):

$$EPS = \frac{\text{Чистая прибыль} - \text{Дивиденды по привилегированным акциям}}{\text{Среднегодовое число обыкновенных акций}}.$$

2. «Цена/прибыль» (срок окупаемости акции) (P/E, P/E ratio, earnings multiple, коэффициент цена/прибыль) — показывает, в течение какого времени окупятся вложенные в акцию инвестиции за счет той прибыли, которую генерирует компания. Этот коэффициент также отражает цену, которую инвесторы готовы платить за единицу дохода.

Показатель измеряется в годах и определяется двумя способами:

1) валовым — как отношение рыночной капитализации компании к ее годовой прибыли:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Рыночная капитализация}}{\text{Чистая прибыль} - \text{Дивиденды по привилегированным акциям}};$$

2) аналитическим — как отношение текущей цены акции (PV) к чистой прибыли на одну обыкновенную акцию (EPS):

$$\frac{P}{E} = \frac{PV}{EPS}.$$

Коэффициент «цена/прибыль» является одним из основных показателей, применяющихся для сравнительной оценки инвестиционной привлекательности акционерных компаний. Малые значения коэффициента обычно сигнализируют о недооцененности рассматриваемой компании, большие — о переоцененности.

Если показатель очень высокий, то инвесторы готовы платить очень дорого за единицу этого дохода (ждут того, что доход будет расти). Иными словами, ожидание инвесторов относительно будущего компании очень оптимистично. Чем увереннее инвесторы в будущем компании, тем более высоким будет показатель.

Нормальным для развитых рынков и крупных компаний с долгой историей считается показатель на уровне 10—15 (средний срок окупаемости инвестиций). При этом следует

польз. №486952; dt: 1569489291, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489301, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

иметь в виду, что это усредненный показатель для рынка в целом. В то же самое время на рынке могут встречаться компании с P/E в 100—200 и более. В 2014 году P/E российского рынка находился на уровне менее 5 (у Газпрома 1,23 — в январе 2015 г., у Facebook — 70) (табл. 7.8).

Таблица 7.8
Коэффициент «цена/прибыль»

Год	Страна						
	США	Германия	Франция	Англия	Китай	Бразилия	Россия
2000	19,29	25,93	22,09	26,09	62,46	36,52	6,23
2005	18,39	14,87	12,17	20,64	15,24	9,91	8,34
2006	17,47	14,56	14,45	16,77	29,20	11,94	9,04
2007	16,41	13,78	14,44	13,13	38,42	13,41	12,31
2008	16,04	20,00	13,37	33,29	16,82	10,91	3,05
2009	16,09	21,04	20,59	19,48	18,73	16,09	9,38
2010	13,47	12,65	12,01	13,36	17,06	11,79	6,86
2011	12,62	9,41	9,98	10,11	11,72	11,24	4,05
2012	12,70	15,38	16,35	18,32	12,65	79,59	5,11
2013	15,73	18,24	25,61	16,75	10,57	29,78	6,57
2014	16,03	16,95	25,55	18,81	15,65	16,32	4,71

Источник: Bloomberg.

Существенными ***недостатками*** P/E являются:

1) то, что он не может применяться для компании, показавшей в бухгалтерском балансе убытки, так как стоимость компании при таком подходе будет отрицательной;
2) то, что показатели для его расчета — цена акции и прибыль на одну акцию — не всегда являются сопоставимыми. Цена акции меняется каждый день, и для инвестора выгоднее брать последнюю цену, однако прибыль на акцию может быть зафиксирована только на основе деятельности компании в прошлом году и данных отчета. Можно также использовать данные квартальных отчетов, но они не являются окончательными, так как в конце года корректируются, что может сильно изменить показатель прибыли;
3) отставание этого показателя по времени. Так как прибыль на одну акцию рассчитывается по итогам прошлого года, она отражает уже прошедшие тенденции в работе компании и может сильно искажать информацию (например, в период кризиса).

3. «Цена/балансовая стоимость» (P/B) — отношение текущей цены акции к ее балансовой стоимости:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Текущая рыночная цена акции}}{\text{Балансовая стоимость акции}} = \frac{\text{Текущая рыночная цена акции}}{\left(\frac{\text{Валюта баланса} - \text{Обязательства}}{\text{Количество акций}}\right)}.$$

Балансовая стоимость акции показывает, сколько собственных активов на данный момент приходится на одну обыкновенную акцию. Если цена акции на рынке больше балансовой стоимости, то инвесторы готовы платить больше за этот актив, ожидая, что в будущем он принесет определенный доход.

польз. №486952; dt: 1569489301, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489306, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Для хорошо работающей компании (приносящей доход) цена акции должна быть больше ее балансовой стоимости и соответственно отношение P/B — больше единицы.

Если данный показатель будет слишком большим, это говорит о переоценке курса акции.

Таблица 7.9
Средний показатель «цена/балансовая стоимость»

	Страна						
Год	**США**	**Германия**	**Франция**	**Англия**	**Китай**	**Бразилия**	**Россия**
2000	4,5	2,7	2,8	3,1	3,6	1,4	0,6
2005	2,7	1,6	1,8	2,3	1,8	2,2	2,2
2006	2,5	1,6	1,8	2,3	3,2	2,6	2,5
2010	2,3	1,4	1,7	1,9	2,4	2,4	1,2
2011	2,3	1,6	1,4	1,8	1,9	1,7	1,2
2013	2,3	1,4	1,1	1,7	1,5	1,2	0,7
2014	2,8	1,8	1,5	2,1	1,7	1,3	0,7

Источник: Datastream, FTSE All-World Index Series Monthly Review, S&P Global Stock Markets Factbook.

4. Коэффициент «цена/объем продаж», «цена/выручка» (PS ratio, P/S) — показатель, равный отношению рыночной капитализации компании к ее годовой выручке. Можно рассчитывать как отношение цены акции к EPS.

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Капитализация компании}}{\text{Выручка}}.$$

Коэффициент «цена/выручка» используется при невозможности применения показателя P/E. Существенным преимуществом P/S является то, что он не принимает отрицательных значений, как коэффициент P/E, а также более устойчив к субъективным факторам и злоупотреблениям менеджмента компаний. Иногда применяется обратный метод, т.е. по среднему для данного сектора экономики значению P/S определяется стоимость непубличной компании путем умножения коэффициента P/S на годовую выручку компании. Малые значения коэффициента сигнализируют о недооцененности рассматриваемой компании, большие — о переоцененности.

5. «Цена/денежный поток» P/CF (Price to Free Cash Flow) — при определении данного показателя возможно использование различных видов денежного потока, подробное описание расчета которых вы найдете в главе 4.

6. Рыночная капитализация компании к прибыли до уплаты процентов, налогов, до учета амортизации.

EV/EBITDA — коэффициент, преимущественно рассчитывающийся по данным GAAP или IAS-балансов, который показывает стоимость компании.

EV (Enterprise Value) = (Количество обыкновенных акций в обращении × Биржевая цена одной обыкновенной акции) + (Количество привилегированных акций в обращении × Биржевая цена одной акции) + Чистый долгосрочный долг (берется из баланса).

польз. №486952; dt: 1569489306, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489312, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) — прибыль до вычета налогов, расходов на процентные платежи, амортизации без учета непериодических расходов и доходов (рассчитывается по балансу).

Аналогично показателю P/E возможна ситуация, когда данный показатель будет отрицательным, а значит, будет неприменим для проведения адекватной оценки. Основные показатели, позволяющие оценить рынок акций российских компаний, приводятся в табл. 7.10.

Таблица 7.10

Основные аналитические показатели рынка акций

Компания	Капитализация, млн дол. США	P/E	P/S	ROS,%	EV/EBITDA
НОВАТЭК	20321,47	4,75	1,51	31,89	3,91
ЛУКОЙЛ НК	34526,06	3,30	0,16	4,81	2,79
Сургутнефтегаз	16165,77	2,17	0,59	27,01	3,03
Роснефть НК	35365,66	1,88	0,17	9,05	4,18
Газпром	49537,46	1,23	0,22	17,96	1,72

Источник: РБК, январь 2015 г. (http://quote.rbc.ru/).

7. Стоимость к выручке EV/Sales — показатель, равный отношению стоимости компании к ее годовой выручке.

Отличие этого показателя от P/S заключается в том, что числитель «P» отражает рыночную цену, EV — совокупная рыночная капитализация компании, рассчитанная с учетом всех ее обязательств и видов акций.

8. Рыночная капитализация к отраслевому количественному показателю.

EV/количественный отраслевой показатель — данный показатель часто используется в стоимостной оценке бизнеса и акций индустриальных компаний. За основу выбора отраслевого количественного показателя берется характер отрасли: в производственный сфере — мощности, в сфере услуг — количество клиентов и т.д.

Так, при оценке операторов сотовой связи или интернет-провайдеров (отрасль телекоммуникаций) возможно использование мультипликатора EV/количество абонентов. Как правило, данный показатель применяется в тройке мультипликаторов EV/EBITDA, EV/Sales и EV/количественный отраслевой показатель.

Определение доходности акций

Результирующими показателями приобретения актива являются показатели его дохода и доходности.

> **Доход (прибыль)** — стоимостной показатель, который определяется как разница между полученной выручкой от актива и стоимостью вложений.

Этот показатель также можно назвать прибылью, однако применительно к акциям в деловом обороте устоялось именно понятие дохода. Он рассчитывается в денежных единицах:

$$Y = I - C,$$

где Y — доход;
I — выручка;
C — затраты.

польз. №486952; dt: 1569489312, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489318, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

По операциям с акциями возможно получение двух видов дохода:
1) дивиденды (текущий доход);
2) курсовая разница (капитальный доход).

> **Текущий доход** — ежегодные периодичные выплаты по активу, приносящему доход.
>
> **Капитальный доход** — прирост капитала за определенный период, положительная разница между ценой приобретения и ценой продажи актива.

Факторы, влияющие на доходность акции, — это:
- размер дивидендных выплат;
- колебания рыночных цен;
- уровень инфляции;
- налоги.

> **Доходность (норма доходности)** — относительный показатель, который определяется отношением дохода от актива к затратам на его приобретение

Доходность рассчитывается, как правило, в процентах, которые переводятся в годовое выражение. Это делается для обеспечения сопоставимости доходностей, полученных за разные периоды. При расчете доходности не учитывается налогообложение.

Виды доходности

1. Номинальная доходность

Номинальная доходность рассчитывается по формуле

$$Y(N) = \frac{d}{N},$$

где N — номинальная стоимость одной акции (номинал), руб.;
d — дивиденд на акцию, руб.

> **Номинальная норма доходности (ставка дивиденда)** — отношение дивиденда в денежных единицах к номиналу акции.

Этот показатель практически неприменим на рынке, поскольку цены большинства акций многократно, а иногда и на порядок(ки) выше номинала, поэтому использование такой формулы теряет смысл.

Вместо показателя номинальной доходности используется показатель дивидендной доходности, который является более сопоставимым с реальными ценами на рынке.

2. Дивидендная доходность

Дивидендная доходность рассчитывается по формуле

$$Y(N) = d/P_m,$$

где P_m — рыночная цена акции в денежных единицах.

польз. №486952; dt: 1569489318, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489324, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Дивидендная доходность (норма доходности) — отношение дивиденда к рыночной цене акции.

Дивидендная доходность на мировых финансовых рынках приводится в табл. 7.11.

Таблица 7.11
Дивидендная доходность на отдельных рынках мира

Год	Страна						
	США	Германия	Франция	Англия	Китай	Бразилия	Россия
2000	1,66	2,03	1,05	2,26	0,26	1,92	3,08
2005	2,31	2,14	2,23	3,01	2,93	4,09	1,92
2006	2,15	2,23	2,48	3,13	1,39	3,08	1,26
2007	2,26	2,43	2,95	3,36	0,54	2,32	1,30
2008	3,60	5,23	5,40	5,38	2,15	4,69	6,14
2009	2,64	3,50	3,49	3,47	1,12	2,63	1,56
2010	2,48	2,74	3,96	3,17	1,18	3,45	1,81
2011	2,60	4,11	4,90	3,93	1,72	4,08	2,79
2012	2,65	3,39	3,87	3,95	2,04	4,23	4,52
2013	2,08	2,83	3,14	3,64	2,41	4,01	3,78
2014	2,18	2,74	3,31	4,65	1,62	4,68	5,38

Источник: Bloomberg.

3. Полная доходность

Она показывает, какой прирост к своей единице капитала получил инвестор, когда осуществил полную транзакцию, т.е. покупку и продажу акции, и завершил инвестицию.

Полная норма доходности (реализованная доходность) — отношение дохода от владения акцией к затратам на ее приобретение.

Полная доходность может быть рассчитана несколькими способами.

В первую очередь исходя из того, были ли получены дивиденды (текущие доходы) за период владения и были ли они инвестированы.

Если да, то используется формула исходя из начисления сложных процентов:

$$Y(real) = \sqrt[n]{\frac{FV}{PV}} - 1,$$

где Y (real) — полная доходность, в долях от единицы;
FV — будущая стоимость акции. руб.;
PV — текущая стоимость акции, руб.;
n — количество периодов начисления (дивидендных выплат).

Если нет, то используется формула на основе простых процентов:

$$Y(real) = \frac{\sum Div_n + (P_1 - P_0)}{P_0} \times \frac{365}{t} \times 100\%,$$

польз. №486952; dt: 1569489324, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489341, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

где $Y\,(real)$ — полная доходность, в процентах;
$\sum Div_n$ — сумма выплаченных дивидендов;
P_1 — стоимость продажи акции;
P_0 — стоимость покупки акции;
t — количество дней инвестирования.

Если необходимо рассчитать полную доходность за весь период владения, то в формулу не включается коэффициент пересчета в годовые проценты:

$$Y(real) = \frac{\sum Div_n + (P_1 - P_0)}{P_0} \times 100\%.$$

Важнейшим расчетно-аналитическим показателем для акций выступает требуемая норма доходности r, рассчитываемая на основе модели Шарпа, более подробно описанная в главе 5. Она раскрывает взаимосвязь риска и доходности по акции:

$$R = R_f + \beta\,(R_m - R_f),$$

где R — требуемая доходность по акции;
R_f — безрисковая доходность;
β — «бета»-коэффициент чувствительности акции к изменению индекса;
R_m — среднерыночная доходность, рассчитываемая на базе биржевого индекса.

Депозитарные расписки

Если компания хочет вывести свои акции на рынки развитых стран, она инициирует выпуск депозитарных расписок на свои акции.

> **Депозитарная расписка** — свободно обращающаяся на фондовом рынке ценная бумага — представитель акции (редко облигации) иностранной компании (локальной акции), которая хочет, чтобы ее бумагами торговали за рубежом на данном страновом рынке.

Наиболее известны **АДР — американские депозитарные расписки** (American Depositary Receipts) — ценные бумаги, выпускаемые в США на акции (редко облигации) иностранных эмитентов и обращающиеся на американском фондовом рынке[1].

В связи с особенностями американского законодательства торговля иностранными ценными бумагами в США может осуществляться только в форме АДР, т.е. АДР можно рассматривать и как форму торговли ценными бумагами иностранных эмитентов в США.

Выпуск АДР российскими эмитентами — это один из способов выхода на крупнейший в мире рынок капиталов.

Впервые АДР были выпущены в 1927 г., однако широкого масштаба эта практика приобрела лишь в 1960-е гг.

Общая схема выпуска АДР такова. АДР выпускаются в США специальными **депозитарными банками** (ими выступают крупные коммерческие банки). В стране эмитента приобретаются акции и депонируются в специальном банке (**банке-кастодиане**), с которым у депозитарного банка в США заключено соглашение. В США на эти акции депозитарным банком

[1] Встречается более корректный, но в силу устоявшейся практики редко употребляемый перевод — американские депозитарные свидетельства.

польз. №486952; dt: 1569489341, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489347, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

выписываются новые ценные бумаги — АДР. Каждая АДР может представлять собой одну акцию, несколько акций или долю акций эмитента. АДР предоставляет ее владельцу все права владельца обыкновенной акции, по его желанию она может быть конвертирована в обыкновенную акцию (соответственно без возможности ее обращения в США). При этом она выражена в долларах США, дивиденды по ней ее владелец также получает в долларах США и, самое важное, она свободно обращается на американском фондовом рынке: на фондовых биржах или на внебиржевом рынке. Выпущенные АДР депонируются в центральном депозитарии, обслуживающем весь американский рынок акций, прежде всего Нью-Йоркскую фондовую биржу и НАСДАК — Депозитарную доверительную компанию ДДК (Depository Trust Company), которая выступает в качестве номинального держателя АДР.

Программы выпуска АДР делятся на два класса: спонсируемые и неспонсируемые (sponsored, unsponsored). Спонсируемая программа инициируется эмитентом, неспонсируемая запускается без участия эмитента. В целом из примерно 3800 программ АДР, существовавших в 2013 г., 2300 — спонсируемые. Несмотря на то что формально количество неспонсируемых программ довольно велико, они не играют какой-либо роли на рынке и от них можно абстрагироваться.

В свою очередь спонсируемые программы АДР делятся на четыре вида: первого уровня, второго уровня, третьего уровня и «ограниченные» АДР, размещаемые по закрытой подписке (Rule 144a, Regulation S).

Различия между этими программами определяются в первую очередь объемом информации, предоставляемой эмитентом при ее запуске и соответственно величиной его затрат, а также конкретным рынком, на котором обращаются эти бумаги. Так, АДР первого уровня торгуются на внебиржевом рынке (с помощью специальной электронной доски объявлений). АДР второго и третьего уровней могут обращаться на лучших рынках — фондовых биржах (главным образом Нью-Йоркской и НАСДАК). Кроме того, программы первого и второго уровней не позволяют привлечь новый капитал, поскольку в этом случае АДР выпускаются только на уже существующие акции (эмитент новых денег от них не получает, результат для эмитента — чисто имиджевый). Лишь АДР третьего уровня или АДР, размещаемые по закрытой подписке, позволяют привлечь новый капитал на американском рынке. Но для того чтобы выпустить АДР третьего уровня, требуется отвечать очень строгим требованиям как американского регулятора фондового рынка — Комиссии по ценным бумагам и биржам, так и самих бирж (по листингу). Стоимость подобных программ для эмитента может составлять несколько миллионов долларов.

Среди более 180 российских компаний, осуществивших программы выпуска АДР (за последние 20 лет), только четыре (Билайн, МТС, Вимм-билль-Данн, Киви) смогли выпустить АДР третьего уровня, три — второго (Ростелеком, Татнефть и Мечел), примерно 35 — «ограниченные» АДР (Мосэнерго, Татнефть, Газпром), остальные — программы первого уровня (ЛУКОЙЛ, Мосэнерго, Северский трубный завод, Черногорнефть, Инкомбанк, Менатеп, ГУМ и др.).

Практически все АДР выпускаются тремя американскими и одним немецким банком: Бэнк оф Нью-Йорк, Ситибэнк, Морган Гэранти и Дойче Банк, причем доля первого по количеству программ составляет примерно $^{2}/_{3}$[1].

Именно АДРами на российские акции (а не самими акциями) торгуют на фондовых биржах Европы (в Лондоне, Франкфурте, Берлине)[2].

[1] The depositary receipt market 2013. BNY Mellon. URL : www.adrbny.com

[2] Существуют еще ГДР — глобальные депозитарные расписки (GDR — Global Depositary Receipts). Механизм их выпуска тот же самый, но изначально они ориентированы на торговлю вне США.

польз. №486952; dt: 1569489347, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489352, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Программы депозитарных расписок осуществляются и в других странах, но они не сопоставимы с рынком АДР/ГДР.

В России также возможен выпуск расписок на иностранные ценные бумаги. Понятие российской депозитарной расписки закреплено в законе[1]. Но пока эта конструкция существует только на бумаге.

> **Российская депозитарная расписка** — именная эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента (представляемых ценных бумаг) и закрепляющая право ее владельца требовать от эмитента российских депозитарных расписок получения взамен российской депозитарной расписки соответствующего количества представляемых ценных бумаг и оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем российской депозитарной расписки прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами.

Обобщающие показатели рынка акций

Капитализация рынка (market capitalization) — рассчитывается для совокупности акций (например, всех компаний, торгуемых на данной бирже или в данной стране.

Формула для расчета капитализации рынка:

$$MC = P \times q,$$

где MC — капитализация рынка;
P — рыночная цена одной обыкновенной акции;
q — количество выпущенных акций (вне зависимости от того, какое количество акций находится в свободном обращении (free float)).

Объемы торгов — сумма всех заключенных сделок на рынке за определенный период (как правило, день).

Увеличение объемов торгов ведет к повышению ликвидности рынка. На графиках цен отдельных акций объемы торгов обычно отображаются внизу в виде прямоугольных гистограмм — вертикальных блоков, высота которых соответствует объему операций за торговый день.

Волатильность (изменчивость, volatility) — финансовый показатель, характеризующий степень изменения рыночной цены актива или дохода.

Является важнейшим финансовым показателем и представляет собой меру риска использования финансового инструмента за заданный промежуток времени. Для расчета волатильности применяется статистический показатель стандартного отклонения (среднеквадратического отклонения СКО). Чаще всего вычисляется среднегодовая волатильность. Стандартное отклонение — это мера того, насколько широко разбросаны точки данных относительно среднего значения (в случае акций — отклонения доходности отдельной акции от средней за некоторый промежуток времени). Для акций крупнейших компаний волатильность, как правило, существенно ниже волатильности рынка. И, наоборот, для акций корпораций с нестабильными доходами и маленькой капитализацией среднеквадратическое отклонение доходности может в несколько раз превышать рыночное. Рост объема капитализации за 14 лет в различных странах представлен в табл. 7.12.

[1] Введено изменениями в Федеральный закон от 30 декабря 2006 г. № 282-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

польз. №486952; dt: 1569489352, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489359, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таблица 7.12
Капитализация отдельных страновых рынков, конец года, млн дол. США,

Страна	Год									
	2000	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Великобритания	2577	3058	3852	1868	2796	3050	2757	3082	3806	
Германия	1270	1221	2105	1111	1292	1430	1185	1486	1936	1739
Гонконг	623	1221	2654	1329	2305	2711	2258	2832	3101	3233
Испания	504	960	1800	948	1297	1172	1031	995	1117	993
Италия	768	798	1073	522	656	563	509	510	619	
Канада	842	1482	2187	1033	1608	2170	1912	2059	2114	2094
США	15104	17001	19923	11738	15077	17283	15641	18668	24035	26330
Франция	1447	1713	2740	1490	1864	1748	1460	1621	2288	
Япония	3157	4573	4331	3263	3444	4100	3540	3680	4543	4378
Бразилия	204	475	1370	592	1387	1546	1229	1227	1020	844
Индия	143	553	1819	647	1307	1632	1007	1263	1139	1558
Казахстан	1	9	41	30	57	63	43	36	26	23
Китай	591	402	4479	1779	3573	4027	3412	3697	3949	6005
Корея	148	718	1123	471	835	1092	996	1179	1235	1213
Россия	***41***	***531***	***1334***	***346***	***762***	***1001***	***855***	***825***	***771***	***448***
Саудовская Аравия	68	646	519	247	319	353	339	377	467	483
Турция	70	162	287	118	234	307	197	315	196	220
Украина	2	29	106	44	17	39	26	21	21	
ЮАР	204	549	828	483	790	925	789	908	943	934
Весь мир	32105	42932	63865	33300	47700	55025	47544	55120	55000	≈63000

Источник: S&P, World Federation of Exchanges, данные бирж.

7.4. Гибридные ценные бумаги

Существует группа ценных бумаг рынка капиталов, несущих в себе одновременно черты и долговых, и долевых финансовых инструментов.

К ним, в частности, относятся и привилегированные акции, которые, являясь долевыми бумагами, в то же время близки к облигациям.

польз. №486952; dt: 1569489359, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489372, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Весьма распространенным инструментом за рубежом, но редко используемым в России, являются конвертируемые облигации.

Конвертируемые облигации — бумаги, предусматривающие право инвестора при погашении (или в конверсионный период) получить либо номинал, либо некоторое количество акций эмитента по заранее определенной цене. Выпуск конвертируемых ценных бумаг — способ понижения риска инвестора, не уверенного, что акции компании будут иметь устойчивую или повышающуюся курсовую стоимость и приносить достаточные дивиденды. В этом случае он может приобрести конвертируемые облигации данного эмитента или его конвертируемые привилегированные акции, по которым последний обязан выплачивать фиксированный доход в приоритетном порядке. Если цена акций компании в конце срока облигации превысит цену конверсии, то инвестор предпочтет конвертировать облигации или привилегированные акции в простые акции данной компании.

Конвертируемая облигация напоминает облигацию с варрантом (см. далее). Отличие заключается в том, что варранты могут быть отделены от облигации и обращаться как самостоятельные ценные бумаги, а в случае конвертируемой облигации право конверсии неотделимо от нее.

Ниже приведены условия выпуска конвертируемых облигаций французской агрокомпании по производству семян Vilmorin.

Цена размещения: 155,96 дол. США.
Номинальная стоимость: 155,96 дол. США.
Дата выпуска: 6 июня 2008 г.
Дата погашения: 1 июля 2015 г.
Процентная ставка: 4,50% (7,0182 дол. США на купон).
Цена погашения: 155,96 дол. США.
Конверсионное соотношение: 1 акция за одну облигацию.
Период конверсии: с 6 июня 2008 г. по 22 июня 2015 г.
Цена акции Vilmorin в момент выпуска: 129,97 дол. США.

Разница между конверсионной ценой акции и рыночной ценой акции называется **конверсионная премия**. Она типична для конвертируемых облигаций. В приведенном выше примере конверсионная премия равна 20%. Чтобы инвесторы захотели конвертировать облигации в акции (вместо обычного погашения деньгами), акции Vilmorin должны вырасти на 20%.

Стоимость конвертируемой облигации в период ее действия складывается из трех компонентов:

1) стоимости облигации как обычной (straight bond) долговой бумаги (инвестиционная стоимость или просто стоимость облигации). Рассчитывается путем дисконтирования будущего потока платежей по облигации по ставке дисконтирования на момент оценки;
2) конверсионной стоимости (the conversion value), которая равна стоимости облигации при условии немедленной конверсии в акции по текущей рыночной цене;
3) цены опциона (option value). Стоимость конвертируемой облигации обычно превышает как стоимость обычной облигации, так и конверсионную стоимость, поскольку владельцы конвертируемых облигаций имеют право (опцион) подождать и конвертировать позже (возникает временная стоимость опциона). Это право и делает стоимость конвертируемой облигации более высокой по сравнению с обычной облигацией и конверсионной стоимостью.

польз. №486952; dt: 1569489372, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489371, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Привлекательность конвертируемых облигаций для некоторых инвесторов объясняется их «защитными» характеристиками, поскольку такая облигация обеспечивает нижнюю границу цены бумаги и в то же время предоставляет возможность выиграть от повышения цены акции.

Правила конвертации в России

Конвертация обыкновенных акций в привилегированные акции, облигации и иные ценные бумаги не допускается.

Конвертация привилегированных акций в облигации и иные ценные бумаги, за исключением акций, не допускается.

Конвертация облигаций в акции должна осуществляться по решению общего собрания акционеров или по единогласному решению совета директоров (наблюдательного совета) общества.

Общество не вправе размещать облигации и иные эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в акции общества, если количество объявленных акций общества определенных категорий и типов меньше количества акций этих категорий и типов, право на приобретение которых предоставляют такие ценные бумаги.

К гибридным ценным бумагам относятся также облигации с варрантом, широко используемые за рубежом, особенно в европейских странах. Варрант в данном случае — ценная бумага, представляющая собой опцион на покупку (опцион кол — call option) акций данного эмитента по заранее фиксированной цене, которая выпускается вместе с облигацией, но может отделяться от последней и обращаться на рынке как самостоятельный инструмент. При выпуске совместно с облигацией сказанное выше в отношении конвертируемой облигации полностью распространяется и на облигацию с варрантом. При отделении варранта от облигации он живет самостоятельной жизнью и подчиняется законам ценообразования опционов на акции. Специфика варрантов как опционов кол заключается в том, что они имеют более длительные сроки, нежели классические биржевые опционы, торгуемые на специализированных срочных биржах (или срочных сегментах фондовых бирж), и, главное, этот инструмент имеет все черты ценной бумаги, в отличие от биржевых опционов.

В России подобных облигаций не выпускается, но инструмент, подобный варрантам, предусмотрен законодательством. Он называется опционом эмитента (введен 28 декабря 2002 г. поправкой в Закон о рынке ценных бумаг).

> **Опцион эмитента** — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в определенный в ней срок или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента.

В России опцион эмитента может распространяться по открытой или закрытой подписке и дает право на приобретение не более 5% ранее размещенных акций. Это инструмент, предназначенный в основном для стимулирования менеджмента корпораций (в рамках опционных программ), не используется как варрант зарубежными компаниями.

В практике некоторых зарубежных рынков (Великобритания, Франция) широкое распространение получили инструменты, получившие название «подписные права» (rights).

польз. №486952; dt: 1569489371, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489392, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

> **Подписные права** — ценные бумаги, дающие право покупки акций нового выпуска по установленному курсу в течение определенного периода времени (до месяца); распространяются среди старых акционеров в целях предоставления им возможности сохранить свою долю в капитале акционерного общества (в рамках реализации преимущественных прав).

Напоминают варранты с той лишь разницей, что подписные права — краткосрочные инструменты (до месяца), а варранты средне- и долгосрочные; права выдаются, а варранты продаются.

В России акционеры также имеют преимущественное право — закрепляемое в уставе компании право акционеров на первоочередное приобретение вновь выпускаемых акций, обеспечивающее защиту акционеров от уменьшения его относительной доли в капитале. Но его реализация осуществляется без выпуска специальных ценных бумаг.

Для публичных акционерных обществ это право приобретения размещаемых посредством открытой подписки дополнительных акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, в количестве, пропорциональном количеству принадлежащих им акций этой категории (типа).

Цена размещения дополнительных акций акционерам общества при осуществлении ими преимущественного права приобретения акций может быть ниже цены размещения иным лицам, но не более чем на 10%.

Положительные черты преимущественных прав:

- преимущественные права дают право купить ценные бумаги по льготной цене;
- в результате использования преимущественных прав сохраняется структура акционерного капитала.

Срок действия преимущественных прав в России — не менее 45 дней со дня уведомления владельцев акций об имеющихся у них правах. Общество не вправе до окончания срока действия преимущественного права размещать дополнительные акции и эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в акции, лицам, не имеющим преимущественного права их приобретения.

Ключевые термины

- Номинал облигации.
- Процентная облигация.
- Индексированная облигация.
- Еврооблигация.
- Зарубежная облигация.
- Купонная ставка.
- Текущая доходность.
- Доходность к погашению.
- Оферта к погашению.
- Субординированная облигация.
- Биржевые облигации.
- Рейтинг облигаций.
- Рейтинговое агентство.
- Чистая и грязная цена облигации.

польз. №486952; dt: 1569489392, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489397, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- Дюрация облигации.
- Неэмиссионная ценная бумага.
- Женевский единообразный закон о векселе.
- Простой вексель.
- Переводной вексель.
- Акцепт.
- Индоссамент.
- Аваль.
- Протест векселя.
- Учет векселя.
- Домициляция векселя.
- Инкассо векселя.
- Акция обыкновенная.
- Акция привилегированная.
- Казначейские акции.
- Капитализация.
- Норма дивидендных выплат.
- Прибыль на акцию (EPS).
- Цена/прибыль (P/E).
- Цена/балансовая стоимость (P/B).
- Цена/объем продаж (P/S).
- Стоимость/прибыль (EV/EBITDA).
- Стоимость к выручке (EV/S).
- Дивидендная доходность.
- Требуемая норма доходности.
- Волатильность.
- Депозитарная расписка.
- Гибридная ценная бумага.
- Конвертируемая облигация.
- Конвертируемая привилегированная акция.
- Облигация с варрантом.
- Опцион эмитента.
- Подписное право.
- Преимущественное право.

Контрольные и дискуссионные вопросы и задания

1. Какое значение имеет оферта к погашению, используемая российскими эмитентами?
2. Для чего необходим рейтинг облигаций и на что он влияет а) при эмиссии облигаций; б) при их обращении?
3. Какие факторы влияют на цену облигации?
4. Как влияет на цену облигации с разной дюрацией и разной купонной ставкой изменение рыночных процентных ставок?
5. Какие действия следует предпринять портфельному менеджеру для максимизации прибыли от роста курсовой стоимости, если он ожидает снижения процентных ставок (что делать с облигациями с высокой и низкой дюрацией, высокой и низкой купонной ставкой)?

польз. №486952; dt: 1569489397, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489404, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

6. Какое обеспечение корпоративных облигаций предусмотрено в России?
7. Каковы преимущества биржевых облигаций по сравнению с обычными?
8. Какими документами в первую очередь должна руководствоваться компания, запускающая вексельную программу?
9. Что означает безусловность и бесспорность вексельного обязательства?
10. Что означает формальность векселя?
11. Какие векселя и каким образом могут обращаться (продаваться и покупаться)?
12. Что такое акцепт векселя и в каких случаях он применяется?
13. Назовите трех основных участников по переводному векселю.
14. Что такое аваль, кем и за кого он дается?
15. Как осуществляется протест векселя и каковы его основные правила?
16. Что такое регресс требований по векселю?
17. Что такое учетная ставка по векселю и чем технически она отличается от процентной ставки?
18. В чем преимущества для корпорации в выпуске векселей по сравнению с облигациями?
19. Каковы причины широкого распространения векселей в России?
20. Какие три группы прав предоставляет акция?
21. Каковы основные характеристики акций в России?
22. Какие преимущества предоставляют привилегированные акции в России по сравнению с обыкновенными акциями?
23. Что означает понятие «акции разных классов» и в чем особенности российской практики?
24. Какова основная причина появления на российском рынке привилегированных акций?
25. Чем отличаются объявленные и размещенные акции?
26. Каков статус и права казначейских акций?
27. Что можно сказать о показателе капитализации компании с точки зрения величины ее free float?
28. Какие дополнительные права предоставляет пакет акций в 1, 2, 10, 25, 30, 95%?
29. Какова дивидендная политика корпорации в зависимости от ее возраста и стадии развития?
30. О чем может свидетельствовать высокий/низкий коэффициент P/E? Сравните P/E на развитых и развивающихся рынках акций, компаний разных отраслей.
31. Почему российские компании реализуют программы выпуска депозитарных расписок и какие возможности дает выпуск АДР первого и третьего уровней?
32. Какой показатель преимущественно используется для характеристики риска вложения в акции и каков его экономический смысл?
33. Какие преимущества эмитенту и инвестору предоставляет конвертируемая облигация?
34. Что собой представляет конверсионная премия в конвертируемой облигации?
35. Из чего складывается стоимость конвертируемой облигации?
36. Чем варрант (зарубежная практика) отличается от опциона эмитента (Россия)?
37. Как осуществляется реализация преимущественных прав в России и за рубежом?

польз. №486952; dt: 1569489404, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489412, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Ключевые функции Bloomberg

GLCO — Мировые цены на сырьевые товары.
FXC — Матрица валютных курсов.
ECFC — Экономические прогнозы.
ECST — Мировая экономическая статистика.
LOIS — Монитор ликвидности 3-m спред LIBOR-OIS.
WEI — Мировые фондовые индексы.
MOST — Наиболее активные бумаги.
FXIP — Информационный портал валют.
CBQ — Обзор рынка по стране.
IBQ — Анализ индустрии.

польз. №486952; dt: 1569489412, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489417, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 8

Финансовое прогнозирование и стратегия роста корпорации

Изучив данную главу, вы узнаете, что для выбора стратегии развития корпорации нужно уметь составлять финансовые прогнозы, а также:

- познакомитесь с основными этапами стратегического планирования;
- узнаете методы и приемы прогнозирования финансовых показателей;
- поймете взаимосвязь стратегии устойчивого роста корпорации с проводимой финансовой и инвестиционной политикой;
- познакомитесь с финансовыми измерителями качества корпоративного роста.

8.1. Сущность и методы финансового планирования

Современная экономическая среда характеризуется высокой скоростью и непрерывностью изменений. В этих условиях выживаемость, развитие и процветание любой корпорации во многом определяются способностью ее менеджмента своевременно предвидеть возможные изменения и принимать решения, позволяющие с максимальной эффективностью адаптироваться к их последствиям.

Планирование занимает центральное место в принятии подобных решений и представляет собой ориентированный на будущее регулярно повторяющийся процесс их выработки, в котором соединяются различные виды управленческой деятельности.

В общем случае сущность планирования заключается в систематической постановке целей и разработке мероприятий (действий, путей и т.п.), направленных на их реализацию. В свою очередь процесс планирования предполагает анализ и прогнозирование внешней и внутренней среды, имеющихся и потенциально необходимых ресурсов для реализации поставленных целей.

Основная задача планирования состоит в повышении эффективности хозяйственной деятельности в будущем посредством:

- определения наиболее перспективных направлений развития корпорации, способствующих повышению ее стоимости и росту благосостояния собственников;
- целевой ориентации, интеграции и координации всех бизнес-процессов, а также деятельности отдельных подразделений, служб и сотрудников;
- выявления потенциальных рисков и снижения их уровня;
- повышения гибкости, адаптации к изменениям внешней экономической среды и т.д.

Финансовое планирование является важнейшей и неотъемлемой частью общей системы планирования деятельности корпорации. Оно формулирует пути и способы достижения

польз. №486952; dt: 1569489417, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489423, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

поставленных целей, концентрируя внимание на основных элементах инвестиционной, финансовой и операционной политики. К наиболее важным из них следует отнести:

- необходимые инвестиции в различные виды активов, потребности в которых определяются выбранной стратегией развития на планируемый период;
- потребности в финансовых ресурсах и возможные источники их привлечения;
- распределение будущих доходов, т.е. их объемов и наиболее оптимальных пропорций, которые предполагается направить на выплаты акционерам и развитие бизнеса;
- нахождение компромисса между финансовой устойчивостью и рентабельностью операций и др.

Разработка финансового плана дает возможность:

- выразить поставленные цели в виде конкретных стоимостных показателей;
- обеспечить взаимодействие различных подразделений и бизнес-единиц;
- определить и проанализировать различные сценарии развития корпорации и соответственно объемы инвестиций и способы их финансирования;
- наметить программу мероприятий и действий в случае наступления неблагоприятных событий;
- проверить согласованность поставленных целей, их осуществимость и обеспеченность необходимыми ресурсами и т.д.

В условиях рынка планирование хозяйственной деятельности представляет собой сложный многоуровневый процесс. Общий контур планирования современной корпорации представлен на рис.8.1.

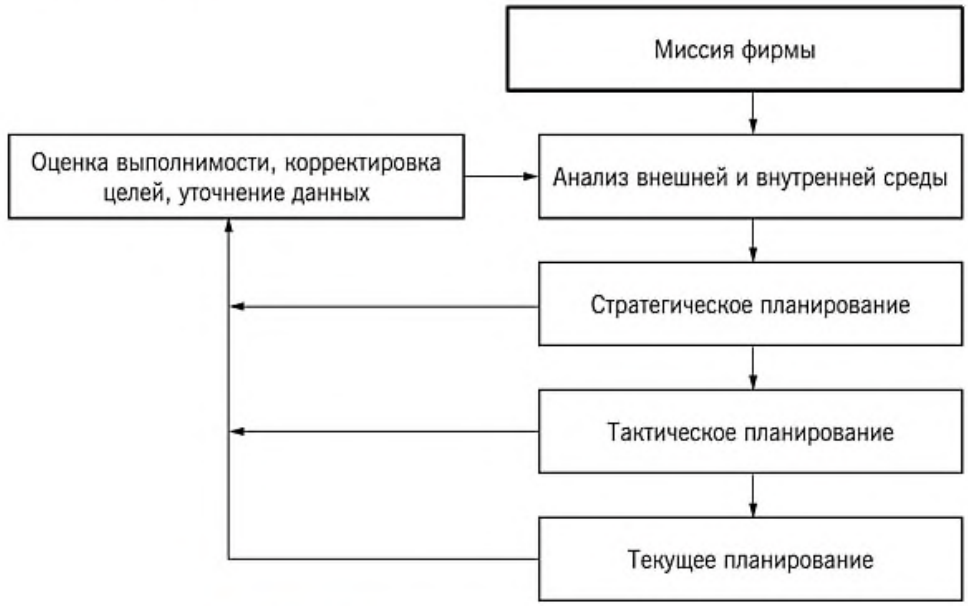


Рис. 8.1. Процесс планирования в корпорации

Процесс планирования начинается с формулировки *миссии*, которая является концентрированным выражением ее стратегических целей.

В общем случае миссия содержит:

- формулировку цели существования корпорации;
- описание сферы деятельности, а также предлагаемых продуктов и услуг;

польз. №486952; dt: 1569489423, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489430, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- раскрытие корпоративных ценностей, убеждений, принципов ведения деятельности, разделяемых менеджментом и сотрудниками;
- социально-общественные обязательства и др.

Несмотря на то что миссия содержит лишь общие формулировки, на практике в ней часто находят отражение и финансовые цели корпорации. Ниже приведены выдержки из миссий известных российских корпораций (табл. 8.1).

Таблица 8.1
Примеры формулировок миссии корпорации

Корпорация	Формулировка миссии
ОАО «Норильский никель»	Обеспечение устойчиво высокого возврата на капитал, владея и эффективно управляя первоклассными активами в горнометаллургической отрасли, расположенными в перспективных регионах, имеющих значительный потенциал прироста минерально-сырьевой базы, в которых компания обладает конкурентными преимуществами
ОАО «ВТБ»	Мы предоставляем финансовые услуги международного уровня, чтобы сделать более обеспеченным будущее наших клиентов, акционеров и общества в целом
ОАО «Северсталь»	Наша миссия — быть лидерами в созидании. Мы понимаем лидерство в созидании в широком смысле. В первую очередь это означает, что мы должны созидать стоимость нашей компании опережающими темпами по сравнению с нашими конкурентами. При этом стоимость должна формироваться по всей цепи вертикальной интеграции начиная от добычи и обогащения природного сырья и заканчивая высокими переделами производства… Лидерство в созидании — это использование нами знаний и опыта для неуклонного развития и устойчивого роста нашей компании с учетом интересов всех стейкхолдеров, включая акционеров, клиентов, сотрудников, партнеров, местные сообщества и общество в целом

Источник: web-сайты компаний.

> **Миссия** отражает общую философию бизнеса, однако не содержит постановки задач и конкретных ориентиров менеджменту в долгосрочной или ближайшей перспективе. Поэтому, определив свою миссию, корпорация должна выработать стратегию, направленную на ее реализацию.

Стратегическое планирование является предвосхищением будущих событий посредством целенаправленного поиска, оценки и отбора альтернатив развития и базируется на определенных предположениях о будущем состоянии окружающей (внешней и внутренней) среды, которые формируются в результате ее анализа.

Анализ среды предполагает определение ее важнейших элементов, которые могут оказать решающее влияние на достижение поставленных целей. Основная цель данного анализа — выявление наиболее важных факторов, влияющих на экономику корпорации в будущем. Анализ среды начинается с определения основных элементов внешнего и внутреннего окружения. Далее из основных элементов выбираются наиболее важные, собирается необходимая информация, производятся ее обработка и оценка.

польз. №486952; dt: 1569489430, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489435, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

При изучении внешней среды принято выделять два уровня: народно-хозяйственный и отраслевой. Важнейшими факторами, исследуемыми на народно-хозяйственном уровне, являются: политическая стабильность, экономическая политика государства, обеспеченность природными ресурсами, общее состояние экономики, уровень развития рыночной инфраструктуры, социальные процессы в обществе и др.

Неотъемлемая часть такого исследования — изучение условий финансовой деятельности корпорации и возможного их изменения в планируемом периоде. На данном этапе анализируются конъюнктура финансового рынка и определяющие ее факторы, а также разрабатывается прогноз их влияния на будущую деятельность корпорации.

На отраслевом уровне, как правило, анализируются: спрос и предложение на продукцию или услуги, уровень и тип конкуренции, интенсивность нововведений, влиятельность покупателей и поставщиков, регулируемость со стороны государства и т.п.

Внутренняя среда изучается по следующим направлениям:

- маркетинг;
- организационная структура;
- производство (экономический, технологический и трудовой потенциалы);
- сильные и слабые стороны корпорации, ее ключевые компетенции;
- финансовое состояние и т.д.

Наиболее распространенными и применяемыми методами оценки внешней и внутренней среды являются: PEST-анализ (Policy — политика, Economy — экономика, Society — общество, Technology — технология), SWOT-анализ (Strengths — силы, Weakness — слабости, Opportunities — возможности, Threats — угрозы), модель конкурентных сил М. Портера и др.

Конечным результатом анализа элементов внешней и внутренней среды является выявление их отрицательных и положительных воздействий на будущую деятельность корпорации. Полученные результаты используются для разработки возможных вариантов стратегий развития бизнеса.

Стратегический план содержит формулировку целей, задач и направлений деятельности корпорации, определяющих ее место в будущем, а также пути и средства их реализации. Обычно стратегическое планирование охватывает длительный период времени — от 5 до 10 и более лет. Однако для отечественных корпораций, функционирующих в условиях динамично изменяющейся экономической среды, горизонт стратегического планирования, как правило, короче и составляет от 3 до 5 лет. Ответственность за разработку стратегии несет высшее руководство корпорации.

В рамках стратегического планирования могут формулироваться различные типы целевых установок. На практике обычно выделяются следующие их виды:

- рыночные (какой сегмент рынка товаров и услуг планируется охватить, каковы приоритеты в основной деятельности);
- производственные (какие структура производства и технологии обеспечат выпуск продукции необходимого ассортимента, объема и качества);
- финансово-экономические (каковы основные источники финансирования и прогнозируемые финансовые результаты выбираемой стратегии);
- социальные (в какой мере деятельность корпорации обеспечит удовлетворение определенных социальных потребностей общества в целом или отдельных его слоев).

Часто эти цели формулируются на качественном уровне или в виде наиболее общих, агрегированных показателей (например, доля рынка или его сегмента, темпы увеличения объемов продаж, рост капитализации или добавленной экономической стоимости и т.п.),

польз. №486952; dt: 1569489435, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489443, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

служащих в дальнейшем индикаторами степени их достижения. В таблице 8.2 приведены примеры формулировок стратегических целей корпораций.

Таблица 8.2
Стратегические цели российских корпораций

Компания	Формулировка стратегических целей
ОАО «Сбербанк России»	Стратегия Сбербанка России направлена на дальнейшее укрепление его позиций в качестве одного из ведущих и стабильных финансовых институтов мира. За ближайшие пять лет мы удвоим показатели чистой прибыли и активов, добьемся прорыва в эффективности управления расходами, повысим показатели достаточности капитала первого уровня, а рентабельность собственного капитала останется выше мировых аналогов
ОАО «ЛУКОЙЛ»	ЛУКОЙЛ считает своей целью создание новой стоимости, поддержание высокой прибыльности и стабильности своего бизнеса, обеспечение акционеров высоким доходом на инвестированный капитал путем повышения стоимости активов компании и выплаты денежных дивидендов

Источник: web-сайты компаний.

В соответствии с выделенными типами целей в процессе стратегического планирования определяют структуру и объемы продуктово-ассортиментной программы на долгосрочную перспективу, а также виды и объемы ресурсов (материальных, трудовых, финансовых и т.д.), необходимых для ее выполнения. Нетрудно заметить, что в узком смысле стратегическое планирование является планированием роста (потенциала) корпорации. Как будет показано ниже, при прочих равных условиях рост любой корпорации ограничен возможностями его финансирования. В связи с этим важнейшей составной частью любого стратегического плана является финансовый компонент.

Цель финансового планирования на данном уровне состоит в том, чтобы посредством разработки соответствующих стратегий определить наиболее приемлемый путь развития корпорации с точки зрения увеличения ее стоимости. Помимо основной на практике в качестве стратегических финансовых целей обычно также выступают:

- обеспечение достаточности финансовых ресурсов и их эффективное использование;
- оптимизация структуры активов и используемого капитала;
- рациональная дивидендная политика;
- приемлемость уровня финансовых рисков и т.п.

Таким образом, этот вид финансового планирования связан с принятием основополагающих решений: привлечением стратегического инвестора, изменением дивидендной политики, реструктуризацией источников капитала, выпуском акций и т.п. Степень детализации в таких планах, как правило, незначительна, а значения ключевых показателей задаются в виде индикативных величин.

Пример

В стратегическом плане развития ОАО «ЛУКОЙЛ» на период с 2006 по 2016 г. поставлена цель — увеличить стоимость компании до 150—200 млрд дол. При этом соотношение долг/капитал не должно превышать 30%, а рентабельность инвестиций быть менее 15—17%. Уровень дивидендных выплат запланирован в размере 25—30% чистой прибыли.

польз. №486952; dt: 1569489443, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489447, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Финансовая стратегия ОАО «Северсталь» предусматривает достижение рентабельности по EBITDA в размере 20%, отношение чистого долга к EBITDA на уровне 1,5 и выплату дивидендов в размере не менее 25%.

В программе развития ОАО «Сбербанк» поставлена задача удвоения чистой прибыли к 2018 г. и поддержание ежегодного темпа ее прироста на уровне 14—16% в год при сохранении достаточности капитала первого уровня не менее 10%, отношения операционных доходов к операционным затратам на уровне 40—43%, увеличения общего объема активов в 2 раза.

Популярными инструментами стратегического планирования являются: матрицы бизнес-стратегий (business strategy matrix), система сбалансированных показателей (Balanced Score Cards, BSC), методика Stern Stewart Integrated EVA Scorecard, Tableau de bord и др.

Матрицы бизнес-стратегий разрабатываются специалистами известных промышленных, финансовых и консалтинговых компаний. Наиболее простым инструментом этого типа является популярная матрица бизнес-стратегий Бостонской консалтинговой группы (Boston Consulting Group, BCG).

Более продвинутые матрицы бизнес-стратегий были разработаны корпорацией General Electric's (GE) и консалтинговой фирмой McKinsey.

В основе подхода корпорации GE лежат два ключевых фактора: привлекательность отрасли (рынка) и конкурентные преимущества фирмы (проекта). Соответственно ранжирование проектов осуществляется в разрезе этих двух факторов, в зависимости от оценки которых они попадают в один из девяти квадрантов матрицы (рис. 8.2).

Привлекательность отрасли (рынка)	Конкурентные преимущества фирмы (проекта): Сильные	Средние	Слабые
Высокая	Инвестировать	Инвестировать	Выжидать
Средняя	Инвестировать	Выжидать	Выходить
Низкая	Выжидать	Выходить	Выходить

Рис. 8.2. Матрица корпорации General Electric's

Проекты, попадающие в верхний левый угол матрицы, являются кандидатами на реализацию и отбираются для дальнейшего финансового и экономического анализа. Проекты, расположенные на диагонали матрицы, откладываются до изменения условий или прояснения ситуации. Проекты, попадающие в правый нижний угол матрицы, исключаются из бизнес-портфеля.

Близкий по смыслу и форме подход предлагается компанией McKinsey. Ее матрица бизнес-стратегий имеет такую же размерность и использует схожие ключевые факторы, в зависимости от оценки которых проекты делятся на следующие категории: «лидер», «генератор прибыли», «середнячок», «вопросительный знак» и «аутсайдер».

польз. №486952; dt: 1569489447, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489453, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Матрицы бизнес-стратегий имеют как достоинства, так и недостатки. Их основное назначение заключается в том, чтобы ответить на вопрос, имеют ли смысл те или иные проекты в свете долгосрочных целей и стратегических планов развития корпорации. Если ответ отрицательный, следует искать другие возможности.

Систему BSC ее авторы Р. Каплан и Д. Нортон определяют как «инструмент, позволяющий трансформировать миссию и цели организации в исчерпывающий набор показателей эффективности, которые служат основой для системы стратегического управления и контроля»[1]. Помимо финансовых показателей в нее включены и нефинансовые параметры, характеризующие отношения с клиентами, внутренние бизнес-процессы, ключевые знания, технологии, компетенции корпорации.

В классической интерпретации система BSC предполагает рассмотрение корпорации с четырех взаимоувязанных точек зрения, или «в четырех измерениях»:

- финансы;
- клиенты;
- бизнес-процессы;
- обучение и рост.

Общая схема системы BSC представлена на рис. 8.3.



Рис. 8.3. Система сбалансированных показателей BSC

Каждый показатель, включенный в BSC, должен быть звеном в цепи причинно-следственных связей, которая доводит до сведения всех сотрудников корпорации смысл ее стратегии. Название системы отражает равновесие, которое должно быть достигнуто между финансовыми и нефинансовыми показателями, стратегическим и оперативным уровнями управления (долгосрочными и краткосрочными целями), прошлыми и будущими результатами, а также внутренними и внешними факторами деятельности.

[1] URL : www.bscol.com

польз. №486952; dt: 1569489453, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489459, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Основным элементом BSC являются так называемые ключевые показатели эффективности (КПЭ), отражающие в свою очередь ключевые факторы успеха, на которых концентрируется деятельность корпорации. Таким образом, смысл системы BSC заключается в четком и формализованном определении основных факторов и критериев, определяющих результаты бизнеса, их детализации для каждого уровня управления и постановке конкретных задач для менеджеров и сотрудников, обеспечивающих их выполнение.

Концентрация внимания на ограниченном количестве факторов и КПЭ позволяет менеджерам сосредоточиться на достижении стратегических целей.

Более узким подходом к финансовому планированию и управлению на стратегическом уровне является концепция Дж. Стерна и Дж. Стюарта, базирующаяся на разработанном ими критерии экономической добавленной стоимости EVA[1], которая получила свое практическое воплощение в системе Stern Stewart Integrated EVA Scorecard.

Она включает в себя четыре основных аспекта — так называемые 4M:

- измерение (Measurement) — система должна обеспечивать такую оценку корпорации в целом и ее отдельных подразделений, чтобы она максимально точно отражала эффективность их деятельности;
- управление (Management) — система должна охватывать широкий спектр стратегических управленческих решений, включая постановку целей, планирование, инвестиции и мотивацию персонала;
- мотивация (Motivation) — система должна способствовать максимальному сближению интересов акционеров и менеджеров за счет поощрений, определяемых и рассчитываемых при помощи показателя EVA;
- стиль мышления (Mindset) — практическая реализация системы управления на основе EVA должна приводить к пересмотру традиционных ценностей и изменению корпоративной культуры.

Упрощенная схема системы управления на базе критерия EVA приведена на рис. 8.4.

Рассмотренный подход создает комплексную базу для принятия управленческих решений на основе единого показателя — добавленной экономической стоимости. Поскольку EVA является интегрированным финансовым показателем, который рассчитывается на основе строгой аналитической модели, это дает возможность осуществлять его декомпозицию, выполнять построение дерева целей и распределять ответственность за достижение результатов между конкретными подразделениями, менеджерами, сотрудниками.

В настоящее время популярной идеей является интеграция двух рассмотренных подходов, которая позволяет объединить целостность и системность BSC с математической точностью и экономической обоснованностью критерия EVA. В этом случае показатель EVA становится **измерителем достижения основной цели — увеличения стоимости корпорации**.

Установки, сделанные в стратегическом плане, получают экономическое обоснование и уточнение в процессе тактического планирования.

Тактическое планирование предполагает принятие решений о том, как должны быть распределены ресурсы и организованы бизнес-процессы корпорации для достижения стратегических целей. Другими словами, оно является планированием достижения целей при заданном ресурсном потенциале и обычно охватывает среднесрочный период ее развития — от 3 до 5 лет. Отечественные корпорации могут оперировать более короткими сроками — от 1 года до 3 лет.

[1] Существуют и другие подходы, базирующиеся на показателях SVA, CVA и т.д.

польз. №486952; dt: 1569489459, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489466, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99



Рис. 8.4. Система управления на основе критерия EVA

На этом уровне в разрезе ассортимента и объемов планируются программы продуктов и услуг, которые корпорация должна производить в ближайшей и среднесрочной перспективе на базе заданных мощностей и ресурсов, а также необходимые для этого в отдельных функциональных сферах деятельности мероприятия (операции). Как правило, планирование продуктовой программы осуществляется на уровне корпорации в целом. Однако в реальной практике наряду с этим также планируются программы и мероприятия для отдельных бизнес-единиц и подразделений. В связи с этим тактическое планирование предполагает непосредственное участие в разработке менеджеров среднего и нижнего уровня. Общая структура системы тактического планирования компании представлена на рис. 8.5.

Тактический финансовый план является обобщением в стоимостном выражении результатов планирования по всем направлениям, видам и функциональным сферам деятельности. Как правило, он включает в себя следующие основные элементы:

- прогноз баланса (активов и пассивов фирмы);
- прогноз отчета о прибылях и убытках;
- прогноз движения денежных средств;
- прогноз ключевых финансовых показателей.

Разрабатываемая в процессе тактического финансового планирования прогнозная отчетность является удобным способом обобщения различных хозяйственных событий, возникновение которых ожидается в будущем. Она служит необходимым минимумом информации для принятия многих управленческих решений.

польз. №486952; dt: 1569489466, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489471, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99



Рис. 8.5. Система тактического планирования компании

На данном этапе финансового планирования используются следующие методы:

- нормативный;
- балансовый;
- экономико-математические;
- аналитические и др.

Сущность **нормативного метода** планирования заключается в том, что на основе заранее установленных норм и технико-экономических нормативов рассчитывается потребность в различных видах ресурсов и источниках их финансирования.

В отечественной практике система норм и нормативов включает в себя:

- федеральные нормативы, которые устанавливаются законодательно и являются едиными для всех хозяйствующих субъектов РФ. К ним относятся: ставки федеральных налогов, сборов, акцизов, нормы амортизации по группам основных фондов, величина отчислений в резервный фонд акционерного общества, различные ГОСТы, СНиПы и др.;
- нормативы субъектов РФ и местных органов власти, которые действуют в отдельных регионах РФ, например ставки территориальных и местных налогов, сборов и т.п.;
- внутрихозяйственные нормативы, которые разрабатываются непосредственно экономическим субъектом и используются для регулирования производственно-хозяйственной деятельности, контроля за использованием материальных и финансовых ресурсов, а также в других целях. К ним относятся нормы потребности в оборотных средствах, производственных запасах, нормативы по статьям расходов технологических процессов, видам продукции, центрам финансовой ответственности и др.

польз. №486952; dt: 1569489471, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489478, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В качестве целевых нормативов по различным аспектам финансовой деятельности корпорации могут быть установлены:

- соотношение долга и собственного капитала (долга и выручки, долга и EBITDA);
- коэффициент дивидендных выплат (или реинвестирования прибыли);
- минимальный уровень различных показателей рентабельности;
- минимальная доля ликвидных активов, обеспечивающих текущую платежеспособность корпорации;
- предельный уровень финансовых рисков для различных видов деятельности и т.п.

В условиях рынка корпорации самостоятельно разрабатывают большинство норм и нормативов. Однако с течением времени они перестают соответствовать реалиям бизнеса и требуют корректировки в зависимости от изменений условий внешней и внутренней среды. Поэтому разрабатываемые или действующие нормы и нормативы должны отражать передовую практику хозяйствования, обеспечивать высокую степень эффективности производственной, коммерческой и финансовой деятельности.

Сущность **балансового метода** заключается в согласовании расходов с источниками их покрытия, во взаимной увязке всех разделов плана, его финансовых и производственных показателей. В результате обеспечивается необходимое сочетание материальных, трудовых и финансовых ресурсов.

Балансовый метод традиционно применяется при распределении прибыли, планировании различных фондов — накопления, потребления и др. Балансовая увязка по денежным фондам имеет следующий вид:

$$\text{Источники фондов} = \text{Использование фондов}.$$

Финансовые ресурсы должны быть сбалансированы между собой на наиболее рациональной основе, т.е. путем выбора адекватных методов формирования фондов денежных средств и их распределения. Важное значение имеют пути достижения сбалансированности планов и то, какие источники финансовых ресурсов при этом используются. Например, финансирование долгосрочных активов за счет краткосрочных источников денежных средств может привести к ситуации неликвидности и возникновению финансовых затруднений. Выбирая направления инвестирования средств и методы привлечения ресурсов (собственных и заемных), финансовый директор обязан помнить об обеспечении платежеспособности и ликвидности с целью обеспечения финансовой устойчивости корпорации, недопущения кризисных ситуаций и банкротства.

Экономико-математические методы позволяют задать количественное выражение взаимосвязей между выходными (зависимыми) показателями и независимыми переменными, с помощью которых описывается влияние тех или иных факторов. Эта взаимосвязь определяется посредством модели, которая представляет собой математическое описание экономических процессов в виде систем уравнений, неравенств и т.д. Как правило, в модель включаются только ключевые переменные и параметры, выражающие влияние основных факторов. В практике финансового планирования используются корреляционный и регрессионный анализ, прогнозирование временных рядов, модели линейной и нелинейной оптимизации и др.

Применение соответствующих классов экономико-математических моделей позволяет получить оптимальные результаты при заданных ограничениях внешней и внутренней среды, например: максимизировать прибыль при минимальном расходовании ресурсов; сформировать портфель из инвестиционных проектов или продуктов, обеспечивающий

польз. №486952; dt: 1569489478, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489486, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

наибольший прирост стоимости корпорации и т.п. Вместе с тем качество и результаты использования таких моделей сильно зависят от полноты и корректности исходных данных, а также принятых допущений. В связи с этим их применение в реальной практике в целом имеет ограниченный характер.

В корпоративных финансах наибольшее распространение получили **аналитические методы** планирования, основанные на соотношениях и зависимостях, существующих между ключевыми финансовыми переменными и элементами отчетности. Обычно аналитическая модель представляет собой уравнение или неравенство, задающее взаимосвязь между зависимыми и независимыми переменными. Одним из преимуществ таких моделей является возможность проводить анализ чувствительности исследуемых показателей к изменениям исходных данных и предпосылок (так называемый анализ «что будет, если»), а также проигрывание различных сценариев развития событий.

Полученная в результате применения различных методов тактического планирования информация является базой для разработки детализированных текущих планов.

> **Текущий план** корпорации составляется на основе установок и показателей предыдущих видов планов. Цель данного этапа планирования — максимизация финансовых результатов в предстоящем периоде при заданных ресурсах и организации работ.

Текущий план разрабатывается на ближайший год с разбивкой по кварталам или месяцам. Исходными предпосылками для его разработки являются:

- планируемые объемы производства и реализации продукции, а также другие показатели операционной деятельности;
- системы используемых норм и нормативов затрат отдельных ресурсов;
- целевые установки по основным направлениям финансовой деятельности на предстоящий период (структура и объемы финансирования, процентные ставки по привлечению и размещению средств, нормы амортизационных отчислений, ставки по налогам и сборам и т.п.).

Текущее финансовое планирование осуществляется в непосредственной связи с планированием производственной, инвестиционной и коммерческой деятельности. Основным методом финансового планирования на данном уровне является *бюджетирование*.

> Под термином **«бюджетирование»** понимается процесс разработки плановых заданий по основным направлениям, функциональным сферам деятельности и подразделениям на предстоящий период. Основной формой такого планового задания выступают различные виды бюджетов.

Бюджет — это количественное выражение плановых показателей предприятия на текущий период[1]:

- по использованию капитальных, товарно-материальных, трудовых и финансовых ресурсов;
- привлечению источников финансирования для операционной и инвестиционной деятельности;
- доходам и расходам;
- движению денежных средств;
- инвестициям (капитальным и финансовым вложениям).

[1] *Хруцкий В.Е., Сизова Т.В., Гамаюнов В.В.* Внутрифирменное бюджетирование. М. : Финансы и статистика, 2007.

польз. №486952; dt: 1569489486, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489492, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Выделяют операционные, финансовые и инвестиционные бюджеты. При разработке отдельных видов бюджетов следует учитывать имеющиеся между ними взаимосвязи, определяющие порядок их формирования. Совокупность всех бюджетов и порядок их составления называют бюджетной моделью корпорации. Типовая модель процесса формирования бюджета представлена на рис. 8.6.

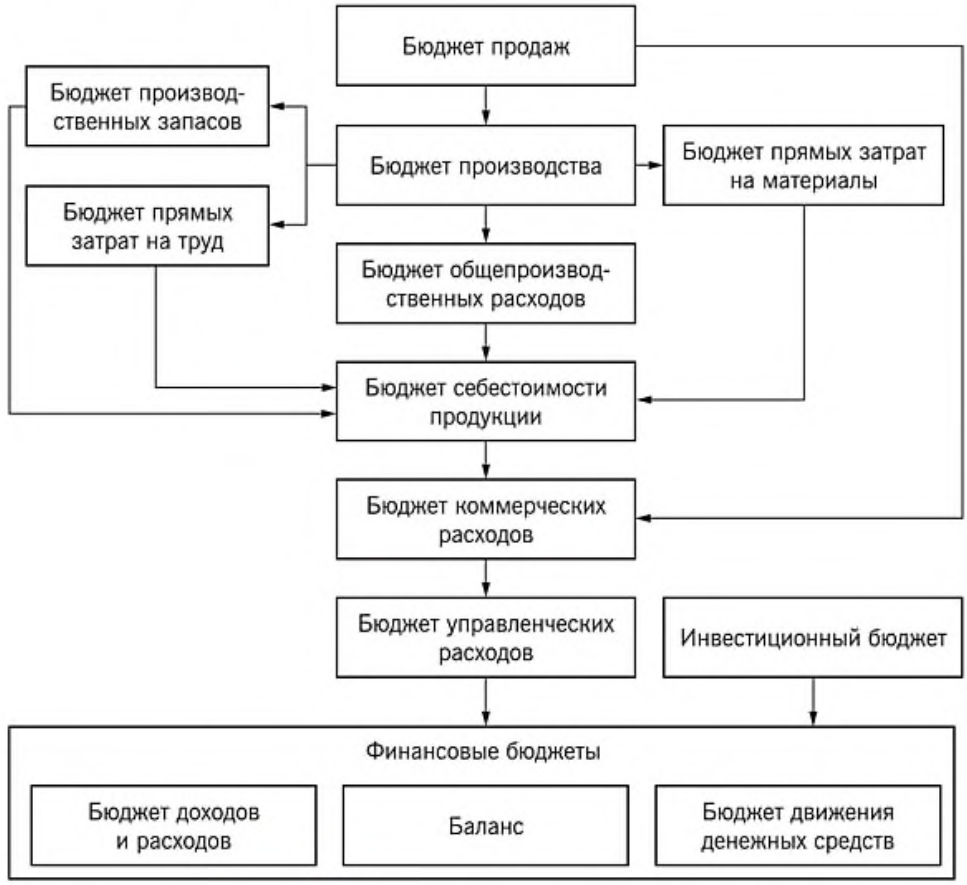


Рис. 8.6. Бюджетная модель корпорации

Процесс формирования бюджета начинается с разработки бюджета продаж. На основании этого бюджета планируется производственная программа, потребности в мощностях, сырье и материалах, запасах, персонале и т.п., определяется бюджет себестоимости продукции. На последующих этапах формируются бюджеты коммерческих и управленческих расходов и т.д.

Данные различных операционных бюджетов, дополненные инвестиционными планами, консолидируются в базовых документах финансового бюджета. Разработка финансовых бюджетов направлена на решение двух основных задач:

1) определение объема и состава доходов и расходов, связанных с деятельностью отдельных подразделений корпорации;
2) обеспечение покрытия необходимых расходов финансовыми ресурсами из соответствующих источников.

Базовыми финансовыми бюджетами являются: прогноз баланса, бюджет доходов и расходов, бюджет движения денежных средств.

польз. №486952; dt: 1569489492, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489499, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Рассмотренная модель процесса бюджетирования является универсальной, однако для конкретной корпорации она будет иметь свою специфику, обусловленную такими факторами, как вид деятельности, стратегические цели, имеющиеся внешние и внутренние ограничения, информационные потребности и используемые компьютерные технологии, система управления и др. Более подробно различные аспекты бюджетирования освещены в соответствующей литературе.

Использование рассмотренной системы и методов финансового планирования позволяет повысить эффективность хозяйственной деятельности корпорации, разрабатывать и моделировать различные ее сценарии, выбирать оптимальные пути развития, предвидеть вероятные проблемы на пути создания стоимости, предупреждать негативные последствия избранных путей развития.

Организационно, финансовое планирование может быть реализовано несколькими методами: «сверху вниз», «снизу вверх» и комбинированным.

Метод «сверху вниз» используется при централизованном формировании финансового плана и нацелен на удовлетворение интересов владельцев и инвесторов. Поскольку руководители корпорации обычно лучше осведомлены о ее стратегических и тактических целях, чем менеджеры среднего и нижнего уровня, они задают такие плановые задания соответствующим подразделениям, которые будут способствовать их реализации. План, составляемый по принципу «сверху вниз», требует от топ-менеджмента четкого понимания основных особенностей хозяйственной деятельности, ее внешнего и внутреннего окружения, конкурентных преимуществ и т.д. Такой подход обеспечивает согласованность плановых заданий для отдельных подразделений, позволяет задавать контрольные показатели для оценки их эффективности.

Основным недостатком метода является возможность не учесть особенностей деятельности отдельных подразделений или бизнес-единиц и задать необоснованные либо невыполнимые плановые показатели.

Метод «снизу вверх» используется при децентрализованном планировании. При таком способе менеджеры среднего и нижнего звена планируют показатели, связанные с деятельностью только своего подразделения, предоставляя агрегированную и обобщенную информацию по своему направлению высшему руководству. Таким образом, менеджеры каждого подразделения в полной мере могут использовать свой опыт, знания и компетенции при планировании соответствующего участка деятельности и ответственности.

К недостаткам данного подхода следует отнести:

- возможность изменения в процессе утверждения плановых заданий и показателей руководителями верхнего уровня;
- сложность взаимоувязки планов развития отдельного подразделения с общекорпоративной стратегией и ресурсными возможностями;
- вероятность механического сведения планов подразделений в общий план фирмы;
- сложность и затратность процессов согласования плановых заданий и др.

Комбинированный метод позволяет сочетать преимущества двух предыдущих и при этом устранять их недостатки.

При таком подходе топ-менеджментом и руководителями бизнес-направлений определяются общефирменные значения основных показателей и статей, которые передаются в подразделения по принципу «сверху вниз». В подразделениях конкретизируются значения соответствующих показателей и статей и по принципу «снизу вверх» и передаются для окончательного утверждения.

польз. №486952; dt: 1569489499, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489509, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таким образом, разработка финансового плана любого уровня является сложным, многоэтапным процессом, предусматривающим тесное взаимодействие всех подразделений с финансовой службой и ее высшим руководством.

Финансовое планирование базируется на определенных предположениях о будущем. В его основе лежит процесс прогнозирования основных производственных, коммерческих, инвестиционных и финансовых показателей корпорации. Предметом нашего дальнейшего рассмотрения будут методы, позволяющие разработать три ключевых компонента любого финансового плана:

- прогноз продаж;
- прогноз баланса и отчета о прибылях и убытках;
- прогноз потребности в дополнительном капитале и его источниках.

8.2. Прогнозирование финансовых показателей

В рыночной экономике большинство субъектов постоянно сталкиваются с неопределенностью относительно будущих условий деятельности. Однако, несмотря на это, их менеджеры должны планировать и принимать решения, оказывающие влияние на положение корпорации в будущем. Очевидно, что обоснованные предположения о будущем обладают для менеджмента большей ценностью по сравнению с необоснованными. Поэтому прогнозирование (от греч. prognosis — предвидение) является неотъемлемой частью планирования и всегда предшествует ему при разработке управленческих решений.

В общем случае под **прогнозированием** понимается процедура предсказания соответствующих показателей, результатов будущих операций, последствий влияния тех или иных событий и т.п. Процесс прогнозирования включает в себя следующие этапы.

1. Определение целей прогноза и его временного горизонта.
2. Формирование предположений о состоянии внешней среды, сбор и обработка исходных данных.
3. Выбор метода прогнозирования.
4. Осуществление прогноза для различных сценариев развития событий.
5. Оценка полученных результатов, их достоверности и применимости.

Современная экономическая наука предлагает богатый выбор инструментов и методов прогнозирования, а также средств их автоматизации — от простых, аналитических моделей и до сложных, нейросетевых или эвристических алгоритмов искусственного интеллекта. Их детальное рассмотрение в рамках данной главы не представляется возможным. В связи с этим ниже основное внимание будет уделено методам, имеющим наибольшее прикладное применение.

Финансовое планирование обычно начинается с прогнозирования предполагаемого объема реализации продуктов и услуг. Разработка данного прогноза является сложным и многогранным процессом, требующим учета множества внешних и внутренних факторов. Поэтому помимо маркетинговых и финансовых подразделений в нем принимают участие специалисты практически всех ключевых служб корпорации. На практике к подобным прогнозам могут привлекаться сторонние специалисты: отраслевые и независимые эксперты, сотрудники консалтинговых фирм и т.п. Примерная схема взаимодействия различных служб корпорации в процессе прогнозирования объемов продаж показана на рис 8.7.

На практике при прогнозировании объемов продаж обычно используются следующие методы (рис. 8.8).

польз. №486952; dt: 1569489509, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489518, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

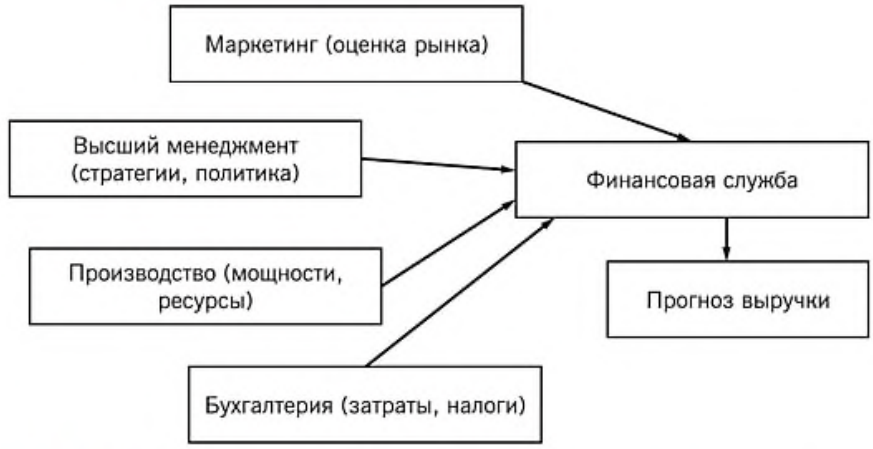


Рис. 8.7. Взаимодействие служб предприятия при прогнозировании выручки



Рис. 8.8. Методы прогнозирования спроса

Каждый из методов имеет свои преимущества и недостатки, поэтому для повышения качества и достоверности прогнозов рекомендуется пользоваться несколькими методами.

Поскольку продажи непосредственно зависят от спроса, который формируется под влиянием множества различных факторов и рыночной конъюнктуры, получить точные данные будущих объемов реализации, независимо от применяемых методов прогнозирования невозможно. Поэтому на практике часто планируется не конкретная величина будущего объема продаж, а предполагаемые темпы их роста. Темпы роста могут быть установлены решением акционеров корпорации или ее советом директоров, на основании мнения экспертов, среднеотраслевых прогнозов и т.п.

На базе полученной информации о будущих объемах реализации осуществляют расчет необходимых затрат, потребностей в соответствующих активах и источниках их покрытия, а также важнейших финансовых показателей.

В практике прогнозирования этих показателей широкое распространение получили аналитические методы и модели, основанные на процентных зависимостях. Сущность таких моделей заключается в изучении взаимосвязей между операционными, инвестиционными и финансовыми потребностями корпорации при заданных объемах реализации продуктов и услуг. При этом часто предполагается, что все основные статьи расходов, активов и пассивов могут быть выражены как процент (доля) от прогнозируемых продаж. В простых моделях обычно принимается допущение о линейной (пропорциональной) зависимости. В более продвинутых моделях каждая статья затрат, активов, источников финансирования может иметь свой механизм или алгоритм формирования.

польз. №486952; dt: 1569489518, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489525, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Результатом применения метода процентных зависимостей является разработка прогнозных форм отчетности, по которым в свою очередь определяются ключевые финансовые показатели. Основные этапы реализации метода представлены на рис. 8.9.

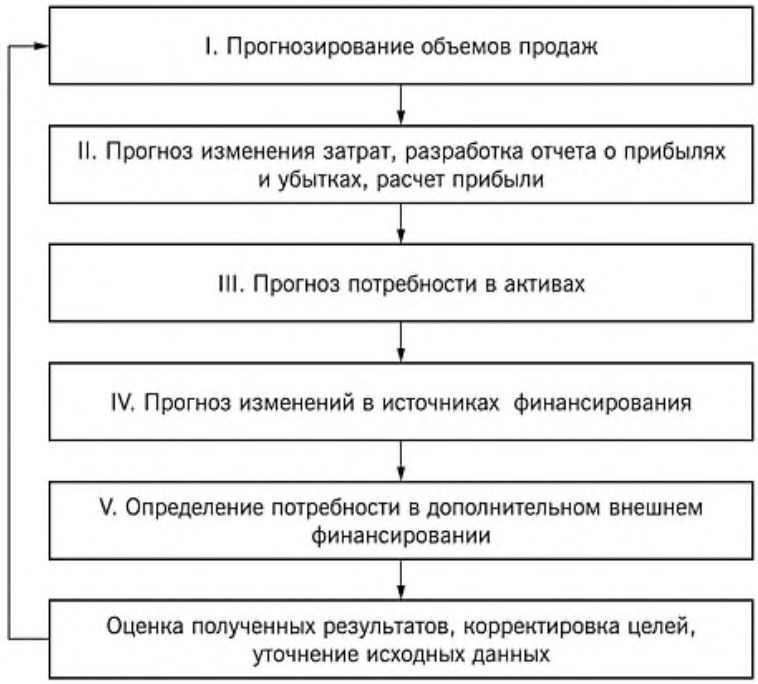


Рис. 8.9. Этапы реализации метода процентных изменений

Важной особенностью данного метода является использование компенсирующей переменной, называемой «клапаном» или «пробкой». Под ней подразумевается определенный источник (источники) внешнего финансирования, к которому можно подключиться в случае нехватки денежных ресурсов, либо направления использования средств в случае их избытка. Рассмотрение метода процентных зависимостей целесообразно начать с относительно простого примера.

Пример

Корпорация «К» планирует увеличить в следующем году продажи на 50%. В настоящее время ее производственные мощности загружены на 100%. Предполагается, что затраты, активы и спонтанно изменяющиеся статьи пассива баланса пропорционально зависят от изменения продаж. Принятая дивидендная политика предусматривает ежегодные выплаты собственникам до 50% чистой прибыли. Результаты текущей деятельности корпорации приведены в табл. 1 и 2.

Таблица 1
Отчет о прибылях и убытках корпорации «К», тыс. руб.

Показатель	Сумма	%
Объем продаж (SAL)	5000,00	100,00
Совокупные затраты (COST = COGS + SG&A)	4000,00	80,00
Операционная прибыль (EBIT)	1000,00	20,00

польз. №486952; dt: 1569489525, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489533, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Показатель	Сумма	%
Проценты (I)	200,00	4,00
Прибыль до налога (EBT)	800,00	16,00
Налог на прибыль (T = 24%)	192,00	3,84
Чистая прибыль (NP)	608,00	12,16
Дивиденды (DIV)	304,00	6,08
Нераспределенная прибыль (RE)	304,00	6,08

Таблица 2
Балансовый отчет корпорации «К», тыс. руб.

Актив	Сумма	Пассив	Сумма
Денежные средства	300	Кредиторская задолженность	1 500
Дебиторская задолженность	700	Краткосрочные займы	0
Товарные запасы	1 500	Долгосрочные займы	2 000
Долгосрочные активы	3 000	Обыкновенные акции	1 000
		Нераспределенная прибыль	1 000
Всего активы	5 500	Всего пассивы	5 500

Осуществим разработку финансового плана методом процентных изменений в соответствии с его выделенными этапами.

1. Прогноз объема продаж (темпов роста выручки).

Методы прогноза будущих объемов продаж были рассмотрены выше. В нашем примере темпы роста заданы по условию и равны 50%. Тогда прогнозируемый объем продаж составит:

$$5000{,}00 \times (1 + 0{,}5) = 7500{,}00.$$

Аналогично, если задан запланированный объем продаж (7500 тыс. руб.), предполагаемый темп роста можно легко определить, как:

$$(7500{,}00 - 5000{,}00) / 7500{,}00 = 0{,}5, \text{ или } 50\%.$$

2. Прогноз отчета о прибылях и убытках, расчет плановой прибыли.

Для определения величины планируемой прибыли необходимо разработать прогноз отчета о прибылях и убытках. Поскольку предполагается пропорциональное изменение статей затрат и неизменность достигнутых соотношений, первоначальный вариант прогноза отчета о прибылях можно получить путем корректировки его основных элементов на прогнозируемые темпы роста либо занимаемую долю от планируемого объема продаж. Так, совокупные затраты $COST_1$ в планируемом периоде составят:

$$COST_1 = COST_0 \times (1 + 0{,}5) = 4000{,}00 \times (1 + 0{,}5) = 6000{,}00.$$
$$COST_1 = SAL_1 \times (COST_0 / SAL_0) = 7500{,}00 \times 0{,}80 = 6000{,}00.$$

Окончательный прогноз отчета о прибылях и убытках будет иметь следующий вид (табл. 3).

польз. №486952; dt: 1569489533, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489537, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таблица 3
Прогноз отчета о прибылях и убытках корпорации «К», тыс. руб.

Показатель	Период 0	Проценты	План	Расчет
Объем продаж (SAL)	5000,00	100,00	7500,00	5000 × 1,5
Совокупные затраты (COST)	4000,00	80,00	6000,00	7500 × 0,8
Операционная прибыль (EBIT)	1000,00	20,00	1500,00	
Проценты (I)	200,00	4,00	200,00	Без изменений
Прибыль до налога (EBT)	800,00	16,00	1300,00	
Налоги (T = 24%)	192,00	3,84	312,00	
Чистая прибыль (NP)	608,00	12,16	988,00	
Дивиденды (DIV)	304,00	6,08	494,00	
Нераспределенная прибыль (RE)	304,00	6,08	494,00	

Как следует из приведенной таблицы, исключение составляет статья «Проценты». Ее величина на данном этапе остается без изменений, поскольку мы пока не знаем, какой объем заемного финансирования потребуется для обеспечения прогнозируемого роста.

3. Прогноз потребности в активах.

В простейшем случае потребность в активах может быть определена аналогичным образом, т.е. как соответствующий процент от продаж. Если существует прямо пропорциональная зависимость между объемом продаж и потребностью в активах, а также внутренними источниками финансирования (спонтанно изменяющимися обязательствами и нераспределенной прибылью), раздел «Актив» прогнозного баланса примет следующий вид (табл. 4).

Таблица 4
Прогноз раздела «Актив» баланса корпорации «К», тыс. руб.

Актив	Период 0	План	Расчет	Изменения
Денежные средства	300	450	300 × 1,5	150
Дебиторская задолженность	700	1050	700 × 1,5	350
Товарные запасы	1500	2250	1500 × 1,5	750
Долгосрочные активы	3000	4500	3000 × 1,5	1500
Всего активы	5500	8250	5500 × 1,5	2750

Как следует из полученной таблицы, предполагаемый рост потребует соответствующего увеличения необходимых активов. При этом их абсолютный прирост составит:

$$\Delta A = 8250{,}00 - 5500{,}00 = 2750{,}00.$$

4. Прогноз изменений в источниках финансирования (пассиве).

Согласно условиям примера, спонтанно изменяющиеся краткосрочные источники финансирования пропорционально зависят от объема продаж. Таким образом, они также вырастут на 50%, или в 1,5 раза. Однако объем долгосрочных источников является результатом прошлых решений и непосредственно не связан с изменением темпа роста выручки. Поэтому на данном шаге их величина останется неизменной. Исключение составляет лишь нераспределенная (капитализированная) прибыль, сумма которой может быть определена как:

$$RE_1 = RE_0 + NP_1 \times (1 - PR) = 1000{,}00 + 988{,}00 \times (1 - 0{,}5) = 1494{,}00.$$

польз. №486952; dt: 1569489537, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489543, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В результате предварительный прогноз раздела «Пассив» баланса примет следующий вид (табл. 5).

Таблица 5
Прогноз раздела «Пассив» баланса корпорации «К», тыс. руб.

Пассив	Период 0	План	Расчет	Изменения
Кредиторская задолженность	1500	2250	1500 × 1,5	750
Краткосрочные займы	0	0		Без изменений
Долгосрочные займы	2000	2000		Без изменений
Обыкновенные акции	1000	1000		Без изменений
Нераспределенная прибыль	1000	1494	см. формулу	494
Всего пассивы	5500	6744		1244

Нетрудно заметить, что балансовое равенство для планового периода нарушено (6744 < 8250). Это обусловлено тем, что прирост финансовых ресурсов, полученных за счет внутренних источников (кредиторской задолженности и нераспределенной прибыли), недостаточен для обеспечения общей потребности в активах.

В связи с этим для реализации плана менеджменту необходимо определить дополнительно требуемые объемы финансирования, а также источники и способы его привлечения.

5. Определение потребности в дополнительном финансировании.

Необходимый объем дополнительного финансирования (Additional Financing Needed, AFN) может быть определен по данным прогнозной отчетности. Его расчет включает в себя выполнение следующих шагов.

На первом шаге определяется прирост чистых активов, т.е. за вычетом изменений в краткосрочных беспроцентных пассивах. Для нашего примера:

$$\Delta NA = \Delta A - \Delta CL^* = 2750{,}00 - 750{,}00 = 2000{,}00,$$

где CL^* — часть краткосрочных пассивов, пропорционально зависящих от выручки.

Второй шаг предполагает расчет величины внутреннего финансирования (Internal Financing Needed, IFN):

$$IFN = NP - DIV = RE = 988{,}00 - 494{,}00 = 494{,}00.$$

На третьем шаге определяется потребность в дополнительном внешнем финансировании (External Financing Needed, EFN):

$$EFN = \Delta A - \Delta CL^* - IFN = \Delta NA - IFN = 2750{,}00 - 750{,}00 - 494{,}00 = 1506{,}00.$$

Соответственно суммарная потребность в дополнительном финансировании AFN составит:

$$AFN = IFN + EFN = 494{,}00 + 1506{,}00 = 2000{,}00 = \Delta NA.$$

Таким образом, потребность в дополнительном финансировании для обеспечения требуемого роста продаж (50%) составляет 2000,00, из которых 1506,00, или более 75%, должны быть привлечены из внешних источников.

польз. №486952; dt: 1569489543, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489550, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Рассмотренный пример наглядно показывает, как процесс планирования выявляет потенциальные проблемы. В частности, если корпорация не имеет возможности привлечь дополнительные источники финансирования (изыскать внутренние резервы, взять кредит, выпустить новые акции и т.п.), то намеченное увеличение продаж неосуществимо.

Если же такие возможности существуют и менеджмент твердо намерен реализовать поставленную цель, то дальнейшими действиями будут поиски наиболее оптимальных источников финансирования прогнозируемого роста.

Предположим, что руководство решило занять необходимую сумму в 1506,00. В этом случае финансовый директор должен принять решение, какая часть средств может быть заимствована на короткий срок (до 12 месяцев), а какая — на более длительный.

Поскольку оборотные активы увеличились на 1250,00, в то время как текущие обязательства только на 750,00, корпорация могла бы получить 1250,00 – 750,00 = 500,00 в виде краткосрочной ссуды и оставить чистый оборотный капитал без изменений.

Остаток (1506,00 – 500,00 = 1006,00) пришлось бы привлекать в виде долгосрочных кредитов или выпуска облигационных займов. В таблице 8.3 приведен окончательный прогноз балансового отчета для корпорации «К» в случае принятия подобных решений.

Таблица 8.3
Балансовый отчет корпорации «К» (прогноз), тыс. руб.

Актив	Факт	План	Пассив	Факт	План
Оборотные средства			**Текущие обязательства**		
Денежные средства	300	450	Кредиторская задолженность	1500	2250
Дебиторская задолженность	700	1050	Краткосрочные займы	0	500
Товарные запасы	1500	2250			
Итого	**2500**	**3750**	**Итого**	1500	2750
Основные средства			**Долгосрочные обязательства**		
			Долгосрочные займы	2000	3006
			Собственный капитал		
Долгосрочные активы	3000	4500	Обыкновенные акции	1000	1000
			Нераспределенная прибыль	1000	1494
Всего активы	**5500**	**8250**	**Всего пассивы**	**5500**	**8250**

В качестве компенсирующей переменной мы использовали сочетание краткосрочной и долгосрочной задолженности. Однако следует отметить, что это не обязательно лучшее решение в данной ситуации. Большую пользу в дальнейшем анализе могут принести финансовые коэффициенты. Расчет некоторых из них представлен в табл. 8.4.

Таблица 8.4
Финансовые показатели корпорации «К»

Показатель	Текущий год	Прогноз
Коэффициент ликвидности (CR)	2500 / 1500 = 1,67	4500 / 2750 = 1,64
Коэффициент задолженности (D/A)	2000 / 5500 = 0,36	(3006 + 500) / 8250 = 0,43
Совокупный долг к выручке (D/SAL)	2000 / 5000 = 0,40	(3006 + 500) / 7500 = 0,47

польз. №486952; dt: 1569489550, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489555, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Как следует из полученных результатов, внешнее финансирование роста за счет займов приведет к некоторому ухудшению показателей ликвидности и платежеспособности. Подобное изменение коэффициентов вряд ли следует считать критичным. Однако если в соответствии с финансовой стратегией корпорации либо согласно требованиям текущих кредиторов нормативное значение показателя задолженности не может превышать 40%, решение о привлечении займов для обеспечения требуемых темпов роста может оказаться неприемлемым.

Существует множество других сценариев, которые необходимо изучить. Например, корпорация могла бы:

- пересмотреть свою дивидендную политику, уменьшив выплаты собственникам, снизив тем самым потребность во внешнем финансировании;
- повысить эффективность управления оборотным капиталом, увеличив объем доступного финансирования за счет внутренних источников;
- осуществить дополнительный выпуск акций;
- снизить запланированные темпы роста и т.д.

Рассмотренный пример наглядно демонстрирует взаимосвязь между ростом объема продаж, инвестиционной и финансовой политикой корпорации. По мере роста продаж увеличивается общая потребность в активах. Это происходит потому, что для поддержки более высокого уровня продаж корпорация должна инвестировать в чистый оборотный капитал и долгосрочные активы. Увеличение активов всегда приводит к адекватному росту потребности в финансировании, т.е. правой части баланса (задолженность и собственный капитал).

После разработки базового варианта финансового плана формулируются различные альтернативные сценарии и предположения о возможном развитии событий. На практике часто ограничиваются исследованием чувствительности (анализ «что будет, если») или имитационным моделированием значений для ряда ключевых переменных.

Итак, мы рассмотрели сравнительно простую модель планирования, в которой каждый элемент активов, беспроцентных пассивов и затрат изменяется пропорционально росту объема продаж. Подобное предположение означает выполнение следующих условий:

- маржа прибыли (рентабельность продаж) и политика ее распределения остаются неизменными;
- капиталоемкость бизнеса является постоянной величиной;
- производственные мощности загружены на 100%.

Неизменность маржи прибыли предполагает сохранение структуры затрат и рентабельности продаж на прежнем уровне.

Тогда потенциальный объем внутреннего финансирования IFN за счет нераспределенной прибыли может быть определен как:

$$IFN = (1 - PR) \times NPM \times SAL = (1 - PR) \times NPM \times SAL_0 \times (1 + g), \qquad (8.1)$$

где NPM — маржа чистой прибыли,
PR — коэффициент дивидендных выплат,
g — планируемый темп роста продаж.

Как следует из (8.1), на величину IFN существенное влияние оказывает дивидендная политика корпорации, выражением которой служит показатель PR. Очевидно, что чем ниже значение коэффициента дивидендных выплат, тем больше финансовых ресурсов остается в распоряжении корпорации, и обратно.

польз. №486952; dt: 1569489555, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489561, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Под капиталоемкостью или фондоемкостью бизнеса в общем случае понимается величина активов, требуемая для поддержания того или иного уровня деловой активности. Для ее измерения обычно используется коэффициент фондоемкости, представляющий собой отношение совокупных активов к выручке:

$$\frac{\text{Активы}}{\text{Выручка}} = \frac{A}{SAL}. \qquad (8.2)$$

Он показывает, сколько необходимо активов для получения 1 руб. продаж. Чем выше значения этого показателя, тем более капиталоемкой является корпорация, следовательно, тем больше ей требуется средств для расширения и развития. Нетрудно заметить, что данный показатель является обратным коэффициенту оборачиваемости совокупных активов.

Для нашего примера коэффициент фондоемкости будет равен:

$$A / SAL = 5500{,}00 / 5000{,}00 = 1{,}1.$$

Таким образом, корпорации «К» требуется 1,1 руб. активов для получения 1 руб. выручки. Следовательно, если объем продаж должен увеличиться на 100%, корпорация должна увеличить совокупные активы на 110%.

Осуществим проверку этого утверждения, воспользовавшись данными рассмотренного примера. Согласно плану, объем продаж должен увеличиться на 50%, или на 2500,00. Тогда прирост совокупных активов при соблюдении принятых допущений должен составить:

$$\Delta SAL \times (A / SAL) = 2500{,}00 \times 1{,}1 = 2750{,}00.$$

Аналогичным образом может быть определена и потребность в том или ином источнике финансирования при условии, что он пропорционально зависит от изменения объемов продаж. В рассматриваемом примере таким источником являются спонтанно изменяющиеся краткосрочные пассивы (CL) или кредиторская задолженность. Тогда их прирост может быть определен как:

$$\Delta SAL \times (CL^* / SAL) = 2500{,}00 \times 0{,}3 = 750{,}00.$$

С учетом вышеизложенного общая потребность в дополнительном внешнем финансировании EFN при заданном темпе роста продаж и выполнении сделанных допущений может быть рассчитана по следующей формуле:

$$EFN = \Delta SAL \times (A^* / SAL) - \Delta SAL(CL^* / SAL) - (1 - PR) \times NPM \times SAL, \qquad (8.3)$$

где CL^*, A^* — краткосрочные пассивы и совокупные активы, пропорционально зависящие от изменения выручки.

При прогнозировании исходя из планируемых темпов роста g соотношение (8.3) для определения величины EFN может быть задано в виде

$$EFN = (A^* / SAL) \times g \times SAL_0 - (CL^* / SAL) \times g \times SAL_0 - NPM \times SAL_0(1+g)(1-PR) =$$
$$= [(A^* / SAL) - (CL^* / SAL)] \times g \times SAL_0 - NPM \times SAL_0(1+g)(1-PR). \qquad (8.4)$$

Предположение о том, что активы пропорционально зависят от объема продаж, является удобным, но во многих случаях неподходящим. В частности, в примере было сделано допущение, что оборудование компании загружено на 100% мощности. Поэтому наращи-

польз. №486952; dt: 1569489561, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489568, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

вание объемов реализации требует увеличения долгосрочных активов. Однако на практике часто существует избыток мощностей и производство может быть увеличено за счет дозагрузки имеющегося оборудования. Например, в настоящее время средняя загрузка мощностей промышленных предприятий в Российской Федерации составляет от 40 до 65%. Если предположить, что загрузка оборудования корпорации «К» составляет только 65%, то потребность в дополнительном внешнем финансировании будет иной.

Неполная загрузка оборудования на X% по сути означает, что текущий уровень продаж составляет X% от максимально возможных. Для рассматриваемого примера в этом случае:

$$0{,}65 \times \text{Полная загрузка} = 5000{,}00;$$
$$\text{Полная загрузка} = 5000{,}00 / 0{,}65 \approx 7692{,}00.$$

При полной загрузке мощностей отношение долгосрочных активов к выручке будет равно:

$$3000{,}00 / 7692{,}00 = 0{,}4.$$

Полученные результаты говорят о том, что для получения 1 руб. продаж требуется 0,4 руб. основных средств. Тогда потребность в долгосрочных активах для реализации плана 50%-ного роста составит:

$$7500{,}00 \times 0{,}4 = 3000{,}00.$$

Нетрудно заметить, что она полностью покрывается имеющимися мощностями.

В реальности изменение долгосрочных активов производственного назначения обычно носит не плавный (в нашем случае линейный), а ступенчатый, скачкообразный характер, поскольку их приобретение часто предусматривает создание резервных, избыточных мощностей[1]. Это позволяет быстро увеличить производство и сбыт продукции в случае благоприятной рыночной конъюнктуры без ввода в строй дополнительного оборудования, получить конкурентное преимущество «первого шага».

В условиях роста при использовании различных видов материальных активов также может возникать экономия, обусловленная эффектом масштаба. Например, если при управлении товарными запасами корпорация использует так называемую модель экономичного или оптимального заказа (Equity Ordering Quantity, EOQ), то при росте выручки в k раз изменение потребности в запасах будет равно корню квадратному из k. В то же время потребность в других видах активов до некоторых пределов изменения выручки может оставаться постоянной. Сказанное относится и к некоторым статьям пассивов, а также расходов корпорации.

В связи с этим основная идея развития рассмотренной модели заключается в разделении прогнозируемых показателей на две группы — те, которые пропорционально зависят от продаж, и те, которые изменяются по своим законам, в соответствии с реальной практикой, исходя из установленных нормативов и т.п. Для демонстрации данного подхода рассмотрим следующий пример.

Пример

Корпорация «П» планирует свою деятельность на следующий период. Стратегия развития предусматривает ежегодный рост продаж на 15%. При этом предполагается сохранение доли себестоимости в выручке на прежнем уровне, а операционные затраты за счет режима жесткой экономии не должны превысить 20%.

[1] Такая политика приводит к созданию так называемого опциона (возможности) расширения деятельности.

польз. №486952; dt: 1569489568, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489578, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Научно-техническая политика корпорации предусматривает ежегодные расходы на НИОКР в объеме 7,5% выручки. Ставка налога на прибыль равна 24%[1].

В соответствии с принятой финансовой политикой коэффициент дивидендных выплат акционерам установлен в размере 40% чистой прибыли. Средняя ставка по кредитам (краткосрочным и долгосрочным) для фирмы составляет 10% годовых при условии, что отношение ее совокупного долга к собственному капиталу не превышает 0,3 (30%)[2]. Уставный капитал корпорации состоит из 200 млн акций номиналом 1 руб.

Из предыдущей практики известно, что объем необходимых для ведения текущих операций денежных средств, а также прочих текущих активов пропорционально зависит от выручки. В то же время статьи дебиторской задолженности и товарных запасов, а также кредиторской задолженности и долгосрочных активов определяются исходя из показателей их оборачиваемости. В следующем периоде перед менеджментом поставлена задача — повысить эффективность управления товарными запасами и довести показатель их оборачиваемости до 2,7 раза. В то же время реализация запланированного темпа роста потребует расширения продаж с отсрочкой платежа, что приведет к снижению оборачиваемости дебиторской задолженности в среднем на 5%. В настоящее время производственные мощности используются на 100%. Текущие результаты деятельности корпорации по МСФО представлены в табл. 1 и 2.

Исходя из заданных условий разработать прогноз основных финансовых показателей корпорации на следующий период.

Таблица 1
Отчет о прибылях и убытках «П», млн руб.

Показатель	Сумма	%
Выручка (SAL)	400,00	100,00
Стоимость продаж (COGS)	226,00	56,50
Валовая прибыль (GP)	174,00	43,50
Операционные затраты (SG&A)	80,00	20,00
Затраты на НИОКР (R&D)	30,00	7,50
Операционная прибыль (EBIT)	64,00	16,00
Проценты (r = 10%)	7,00	1,75
Прибыль до налога (EBT)	57,00	14,25
Налог на прибыль (T = 24%)	13,68	3,42
Чистая прибыль (NP)	43,32	10,83
Дивиденды (DIV)	17,33	4,33
Нераспределенная прибыль (RE)	25,99	6,50

Таблица 2
Балансовый отчет «П», млн руб.

Актив	Сумма	Пассив	Сумма
Денежные средства (Cash)	10	Кредиторская задолженность (CL)	41
Дебиторская задолженность (REC)	100	Краткосрочные и долгосрочные займы (D)	15 55

[1] Ставка налога условная.

[2] На практике кредиторы часто включают различные ограничения подобного рода в договоры о предоставлении займов.

польз. №486952; dt: 1569489578, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489584, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Актив	Сумма	Пассив	Сумма
Товарные запасы (INV)	92		
Прочие текущие активы	7	Обыкновенные акции (E)	200
Долгосрочные активы (FA)	160	Нераспределенная прибыль (RE)	58
Всего активы	**369**	**Всего пассивы**	**369**

Поскольку планируемые темпы роста продаж нам известны, можно сразу приступить к прогнозированию отчета о прибылях и убытках.

Согласно исходным условиям, доля себестоимости в продажах остается неизменной и пропорционально зависит от последних. Из полученных результатов прошлой деятельности следует (см. табл. 1), что она составляет 56,5%:

$$226{,}00 / 400{,}00 = 0{,}565, \text{ или } 56{,}5\%.$$

Так как операционные затраты и расходы на НИОКР установлены в размере 20% и 7,5% выручки соответственно, а коэффициент дивидендных выплат равен 40% чистой прибыли, прогноз отчета о прибылях и убытках примет следующий вид (табл. 3).

Таблица 3

Прогноз отчета о прибылях и убытках «П», млн руб.

Показатель	Сумма	Расчет	%
Выручка (SAL)	460,00	$SAL_0(1 + g)$	100,00
(–) Стоимость продаж (COGS)	259,90	0,565SAL	56,50
Валовая прибыль (GP)	200,10		43,50
(–) Операционные затраты (SG&A)	92,00	0,2SAL	20,00
(–) Затраты на НИОКР (R&D)	34,50	0,075SAL	7,50
Операционная прибыль (EBIT)	73,60		16,00
(–) Проценты (r = 10%)	7,00	Без изменений	1,52
Прибыль до налога (EBT)	66,60		14,48
(–) Налог на прибыль (T = 24%)	15,98	0,24EBT	3,47
Чистая прибыль (NP)	50,62		11,00
(–) Дивиденды (DIV)	20,25		4,40
Нераспределенная прибыль (RE)	30,37		6,60

Как и в предыдущем случае, статья «Проценты» на данном этапе остается неизменной, поскольку она не зависит от выручки, а сумма займов на следующий период нам пока неизвестна. Из полученного отчета следует, что величина нераспределенной прибыли, доступной для реинвестирования в бизнес, составит 30,37 млн руб.

При прогнозировании потребностей в активах будем исходить из того, что их некоторые статьи будут меняться пропорционально объему продаж, в то время как другие — согласно заданным условиям, целевым установкам, нормативам и т.п.

К первым относятся такие статьи, как «Денежные средства», «Прочие текущие активы», а также «Долгосрочные активы», поскольку мощности загружены на 100%. Эти статьи можно выразить как процент от продаж либо просто увеличить на планируемый темп роста.

польз. №486952; dt: 1569489584, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489592, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Согласно прогнозам, оборачиваемость дебиторской задолженности должна снизиться на 5%. Определим коэффициент ее оборачиваемости в текущем периоде (см. табл. 1 и 2):

$$RTR_0 = 400{,}00 / 100{,}00 = 4{,}00.$$

Тогда прогнозируемая оборачиваемость будет равна:

$$RTR_1 = 0{,}95 \times RTR_0 = 0{,}95 \times 4{,}00 = 3{,}80.$$

В соответствии с полученным коэффициентом оборачиваемости величина дебиторской задолженности в планируемом периоде составит

$$REC_1 = SAL_1 / RTR_1 = 460{,}00 / 3{,}80 = 121{,}05.$$

При прогнозировании потребности в товарных запасах будем исходить из предположения, что менеджмент справится с поставленной задачей и обеспечит требуемую величину показателя их оборачиваемости в 2,7 раза. Тогда объем запасов может быть определен, как

$$INV_1 = COGS_1 / ITR_1 = 259{,}90 / 2{,}70 = 96{,}26.$$

В результате прогноз раздела «Актив» балансового отчета примет следующий вид (табл. 4).

Таблица 4
Прогноз раздела «Актив» баланса «П», млн руб.

Актив	Период 0	Период 1	Расчет	Изменение
Денежные средства	10	11,50	10 × 1,15	1,50
Дебиторская задолженность	100	121,05	SAL_1 / RTR_1	21,05
Товарные запасы	92	96,26	$COGS_1 / ITR_1$	4,26
Прочие текущие активы	7	8,05	7 × 1,15	1,05
Долгосрочные активы	160	184,00	160 × 1,15	24,00
Всего активы	**369**	**420,86**		**51,86**

Как следует из таблицы, для увеличения продаж на 15% потребуются дополнительные активы на общую сумму 51,86 млн руб.

Следующим этапом является прогноз изменений в источниках финансирования компании.

Согласно условиям, в пассиве вместе с объемом продаж пропорционально изменяется кредиторская задолженность. Поскольку с ростом продаж будут расти закупки необходимых для производства сырья и материалов, разумно предположить, что счета к оплате будут меняться одновременно с объемом выручки.

Однако величина краткосрочных и долгосрочных ссуд на данном этапе остается неизменной, поскольку зависит от финансовых решений корпорации. То же относится и к статье «Обыкновенные акции».

Статья «Нераспределенная прибыль» будет меняться по мере изменения объемов продаж, но взаимосвязь здесь не будет пропорциональной. Ее величина была определена нами ранее при прогнозировании отчета о прибылях и убытках. Теперь мы можем составить предварительный вариант раздела «Пассив» баланса. В соответствии с принятыми допущениями он примет следующий вид (табл. 5).

польз. №486952; dt: 1569489592, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489597, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таблица 5
Прогноз раздела «Пассив» баланса «П», млн руб.

Пассив	Период 0	Период 1	Расчет	Изменение
Кредиторская задолженность	41	47,15	41 × 1,15	6,15
Краткосрочные займы	15	15,00		Без изменений
Долгосрочные займы	55	55,00		Без изменений
Обыкновенные акции	200	200,00		Без изменений
Нераспределенная прибыль	58	88,37	Табл. 3	30,37
Всего пассивы	**369**	**405,52**		**36,52**

Как следует из полученных результатов, для финансирования роста требуются дополнительные финансовые ресурсы. При этом большая часть из них (70%) может быть обеспечена за счет внутренних источников. Потребность в дополнительном внешнем финансировании EFN составляет:

$$EFN = 51{,}86 - 36{,}52 = 15{,}34 \text{ млн руб.}$$

Увеличение текущих активов (27,86) может быть профинансировано за счет прироста кредиторской задолженности (6,15) и части нераспределенной прибыли. Оставшаяся часть требуемых средств в размере EFN необходима для финансирования долгосрочных активов. Поэтому в целях поддержания финансового равновесия для ее привлечения целесообразно использовать долгосрочные источники — займы и акционерный капитал.

В реальной практике менеджмент прибегает к выпуску дополнительного собственного капитала в последнюю очередь, когда другие источники финансирования уже исчерпаны. Поэтому в первую очередь рассмотрим возможность привлечения долгосрочного займа.

Согласно условиям привлечения кредитов, максимальное отношение совокупного долга к собственному капиталу для «П» не должно превышать 30%. Определим значение коэффициента D/E в текущем периоде:

$$D/E = (15{,}00 + 55{,}00) / (200{,}00 + 58{,}00) = 0{,}2713, \text{ или } 27{,}13\%.$$

Таким образом, в настоящее время компания сохраняет определенный заемный потенциал, или «недоиспользует» финансовый рычаг. Если необходимые средства (15,34 млн руб.) будут привлечены за счет долгосрочного кредита, то прогнозная величина показателя D/E в будущем периоде составит:

$$D/E = (15{,}00 + 70{,}34) / (200{,}00 + 88{,}37) = 0{,}2959, \text{ или } 29{,}6\%,$$

что не превышает установленный предел в 30%.

Прогнозный баланс в случае такого решения примет следующий вид (табл. 6).

Таблица 6
Прогноз баланса «П», млн руб.

Актив	Сумма	Пассив	Сумма
Денежные средства	11,50	Кредиторская задолженность	47,15
Дебиторская задолженность	121,05	Краткосрочные займы	15,00
Товарные запасы	96,26	Долгосрочные займы	70,34
Прочие текущие активы	8,05	Обыкновенные акции	200,00

польз. №486952; dt: 1569489597, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489603, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Актив	Сумма	Пассив	Сумма
Долгосрочные активы	184,00	Нераспределенная прибыль	88,37
Всего активы	**420,86**	**Всего пассивы**	**420,86**

В качестве компенсирующей переменной мы вновь использовали займы, на этот раз — только долгосрочные. Однако, как и в предыдущем примере, следовало бы рассмотреть и другие возможные сценарии.

Несмотря на то что прогноз отчетности выполнен, процесс планирования нельзя считать завершенным. Проблема заключается в том, что принятое решение о привлечении дополнительного займа приведет к увеличению процентных платежей, что в свою очередь снизит величину чистой и нераспределенной прибыли. Этот эффект известен как обратное влияние решений по финансированию (financing feedback).

По условию примера, средняя стоимость займов для предприятия при выполнении соотношения D/E ≤0,3 составляет 10% годовых. С учетом новых и существующих займов величина процентных платежей составит:

$$0{,}10 \times (15{,}00 + 70{,}34) = 8{,}53.$$

Соответственно чистая прибыль снизится с 50,62 млн руб. до 49,45 млн руб., а нераспределенная — с 30,37 млн руб. до 29,67 млн руб. Это приведет к нарушению баланса активов и источников их финансирования на величину 0,7 млн руб., которая требует соответствующего покрытия, например увеличения займов до 71,04 млн руб. и повторного выполнения всех расчетов.

На практике решение подобных проблем часто носит технический характер и достигается проведением определенного количества итераций ручным способом или с помощью компьютера. В частности, для нашего примера решение достигается последовательным перебором величины долгосрочных займов с 70,34 до 72,00. Окончательный результат достигается при значении долга, приблизительно равном 71,07[1]. Процентные платежи при этом составят 8,61, нераспределенная прибыль 29,64, коэффициент D/E 29,92%. Читателю рекомендуется выполнить все соответствующие расчеты самостоятельно.

Итак, мы рассмотрели технологию прогнозирования показателей финансовой отчетности на основе методов и моделей процентных зависимостей. Как было показано в процессе ее изучения, любая стратегия роста непосредственно связана с необходимостью его финансирования. Поэтому предметом нашего дальнейшего рассмотрения будет взаимосвязь между финансовой политикой корпорации и ее способностью осуществлять новые инвестиции для поддержки необходимых темпов роста.

8.3. Финансовая политика и стратегия устойчивого роста

Долгосрочные стратегии большинства корпораций в условиях рынка нацелены на расширение хозяйственной деятельности и повышение деловой активности. Поэтому одной из важнейших задач планирования является обеспечение непрерывного роста бизнеса путем разработки и реализации адекватных инвестиционных, операционных и финансовых стратегий.

[1] Например, при выполнении подобных расчетов удобно использовать такой инструмент MS EXCEL, как «Подбор параметра».

польз. №486952; dt: 1569489603, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489610, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Однако далеко не всякий рост приводит к достижению основной цели — созданию дополнительной стоимости и увеличению благосостояния собственников корпорации. Более того, высокие темпы роста, не согласованные с реальными возможностями корпорации и условиями внешней среды, могут привести к разрушению стоимости или даже полной потере бизнеса. Образно говоря, последствия роста для корпорации можно сравнить с воздействием лекарства на человеческий организм: в соответствующей дозировке оно дает положительные результаты, однако ее превышение весьма опасно, а иногда даже смертельно. Рассмотрим следующий пример.

Пример

Менеджмент корпорации «Т» планирует ежегодный рост продаж на 15% в течение будущих 5 лет. Предполагается, что необходимый объем чистых активов пропорционально зависит от изменения выручки. Их первоначальный объем составляет 1000,00. Стоимость капитала в среднем равна 10%. Менеджмент разработал три сценария развития, в соответствии с которыми прогнозируемая посленалоговая рентабельность чистых инвестиций составит 20, 10 или 8%. Необходимо проанализировать финансовые результаты планируемой стратегии роста.

Проанализируем последствия реализации планируемой стратегии роста с точки зрения ее влияния на денежные потоки и стоимость корпорации. В качестве оценки последней воспользуемся показателем экономической добавленной стоимости EVA:

$$EVA_t = (ROIC - WACC) \times IC_{t-1} = NOPAT_t - IC_{t-1} \times WACC, \qquad (8.5)$$

где WACC — средняя стоимость капитала;
IC — инвестированный капитал;
ROIC — посленалоговая рентабельность инвестиций (чистых активов);
NOPAT — чистая прибыль от операций после вычета налогов.

В свою очередь свободный денежный поток от активов $FCFF_t$ может быть определен как разность между NOPAT и чистыми изменениями в инвестированном капитале за соответствующий период. Расчеты финансовых результатов планируемой стратегии роста в зависимости от прогнозируемого уровня рентабельности предполагаемых инвестиций представлены в табл. 8.5.

Таблица 8.5
Финансовые результаты стратегии роста

Показатель	Период					
	0	1	2	3	4	5
Темпы роста		15%	15%	15%	15%	15%
Чистые активы (инвестиции)	1 000,00	1 150,00	1 322,50	1 520,88	1 749,01	2 011,36
Стоимость капитала (WACC)	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Изменение чистых активов		150,00	172,50	198,38	228,13	262,35
Сценарий 1. ROIC и = 20%						
NOPAT		200,00	230,00	264,50	304,18	349,80
FCFF		50,00	57,50	66,13	76,04	87,45
EVA		100,00	115,00	132,25	152,09	174,90

польз. №486952; dt: 1569489610, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489623, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Поскольку приведенные в условии показатели предполагаются неизменными и пропорционально зависящими от объемов продаж, для определения величины EFN можно воспользоваться формулой (8.3):

$$EFN = 20{,}00(0{,}90) - 20{,}00(0{,}20) - (1 - 0{,}40)(0{,}051)(220{,}00) = 7{,}27 \text{ млн руб.}$$

В таблице приведен расчет значений величины EFN для данного примера при различных темпах роста g.

Таблица
Значения величины EFN при различных темпах роста g

Темпы роста (g)	Объем продаж (SAL)	Прирост продаж (ΔSAL)	Потребность в дополнительном внешнем финансировании (EFN)
–30%	140	–60	–46,28
–20%	160	–40	–32,90
–10%	180	–20	–19,51
–5%	190	–10	–12,81
0%	200	0	–6,12
5%	210	10	0,57
10%	**220**	**20**	**7,27**
20%	240	40	20,66
30%	260	60	34,04

Как следует из полученных результатов, при нулевом росте величина EFN < 0, таким образом, корпорация «Б» имеет избыточные финансовые ресурсы, которые могут быть направлены на другие цели, например на выплаты собственникам. Однако уже при росте около 5% излишек средств сменится на дефицит. По мере увеличения темпов роста потребность в дополнительном внешнем финансировании будет возрастать.

В свою очередь возникает обратный вопрос: как зависит g от рассматриваемых показателей хозяйственной деятельности корпорации и решений по ее финансированию[1]?

Это любопытно

Нетрудно заметить, что при постоянных значениях показателей фондоемкости, маржи чистой прибыли и коэффициента дивидендных выплат величина EFN является линейной функцией от темпов роста продаж g.

Для получения ответа на первую часть вопроса определим, каким темпом могут расти продажи корпорации при прочих равных условиях, если внешнее финансирование недоступно либо нежелательно, т.е. величину g, при которой значение EFN в уравнении (8.4) равно нулю:

$$\begin{aligned} EFN = (A^* / SAL) \times g \times SAL_0 - (CL^* / SAL) \times g \times SAL_0 - \\ - NPM \times SAL_0 (1 + g) \times (1 - PR) = 0. \end{aligned} \qquad (8.6)$$

После выполнения соответствующих преобразований получим:

$$g_{EFN=0} = g_{BH} = \frac{NPM \times (1 - PR)}{A^* / SAL - CL^* / SAL - NPM(1 - PR)} = \frac{NPM \times (1 - PR)}{NA / SAL - NPM \times (1 - PR)}. \qquad (8.7)$$

[1] См.: *Higgins R.C.* How Much Growth Can a Firm Afford? // Financial Management, 1977. № 6(3). P. 7—16.

польз. №486952; dt: 1569489623, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489629, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Найденная величина представляет собой максимальный темп роста корпорации, который может быть достигнут без внешнего финансирования любого типа, т.е. опираясь только на внутренние источники. В связи с этим ее часто называют коэффициентом внутреннего роста.

Для рассматриваемого примера его значение будет равно

$$g_{вн} = \frac{0{,}051 \times (1 - 0{,}4)}{0{,}9 - 0{,}2 - 0{,}051 \times (1 - 0{,}4)} = 0{,}457, \text{ или } 4{,}57\%.$$

Этот показатель можно определить и другим способом — через рентабельность чистых активов. Для этого умножим числитель и знаменатель (8.7) на показатель оборачиваемости чистых активов (SAL/NA). После сокращений формула примет следующий вид:

$$g_{вн.} = \frac{RONA \times (1 - PR)}{1 - (RONA \times (1 - PR))} = \frac{RONA \times RR}{1 - (RONA \times RR)}, \qquad (8.8)$$

где RONA — рентабельность чистых активов[1],
RR — коэффициент реинвестирования (капитализации) прибыли.

Из полученных соотношений следует важный вывод: при заданных значениях показателей капиталоемкости (или оборачиваемости совокупных активов), маржи прибыли (рентабельности продаж) и коэффициента реинвестирования (или дивидендных выплат) корпорация не может расти быстрее темпа роста $g_{вн}$, не прибегая к финансированию из внешних источников. Нетрудно заметить, что согласно (8.8) возможности роста за счет внутренних ресурсов определяются рентабельностью чистых активов, т.е. эффективностью производственной и коммерческой деятельности корпорации[2].

Они также позволяют нам исследовать влияние указанных показателей на потенциал развития корпорации.

На рисунках 8.10—8.12 приведены графики, отражающие зависимость $g_{вн}$ от значений показателей NPM, A/SAL и PR, полученные для нашего примера на основе соотношения (8.7).

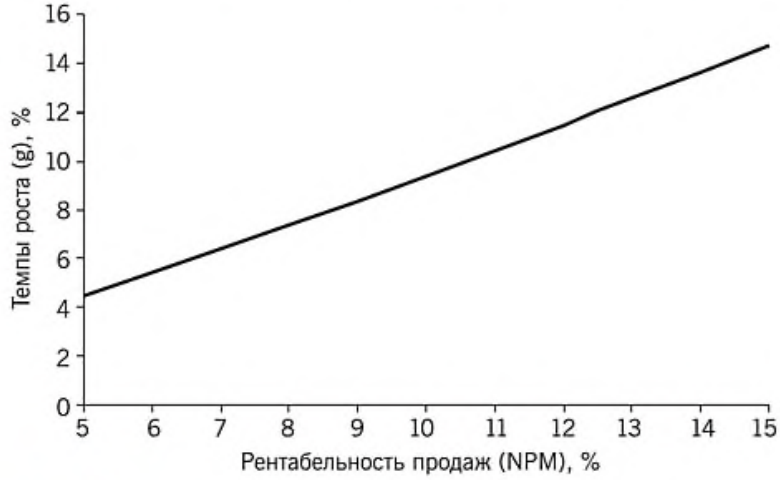


Рис. 8.10. Зависимость темпов роста от рентабельности продаж

[1] В данном случае рассчитывается по чистой прибыли: (RONA = NP / NA).

[2] Напомним, что рентабельность активов можно представить в виде произведения маржи прибыли (рентабельности продаж) и их оборачиваемости, т.е. показателя, обратного фондоемкости.

польз. №486952; dt: 1569489629, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489636, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

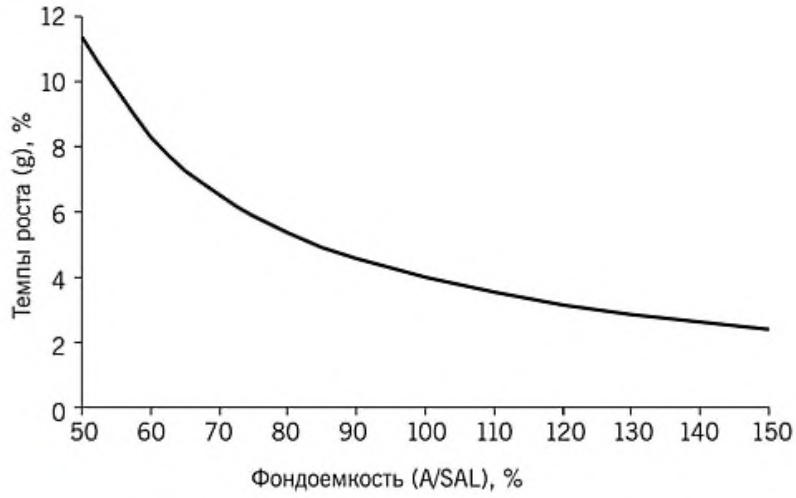


Рис. 8.11. Зависимость темпов роста от фондоемкости бизнеса

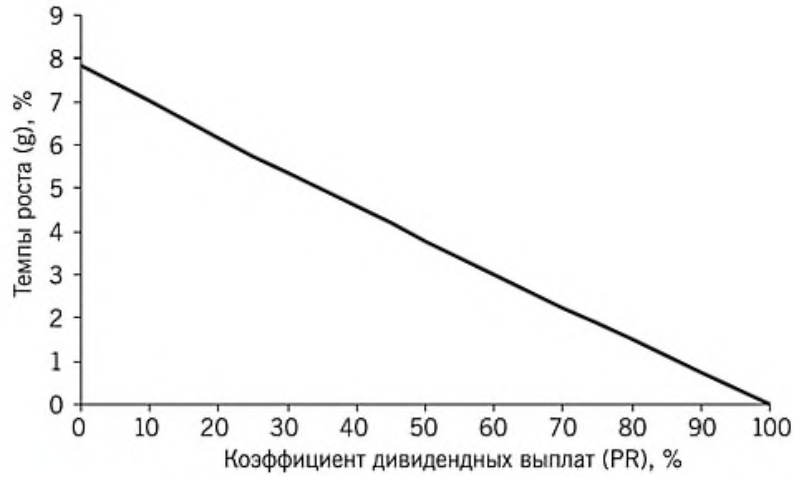


Рис. 8.12. Зависимость темпов роста от дивидендных выплат

Нетрудно заметить, что при заданных значениях прочих показателей рост рентабельности продаж пропорционально повышает темпы развития корпорации (см. рис. 8.10). В то же время политика распределения прибыли оказывает обратное влияние на перспективы роста — чем выше коэффициент PR (ниже RR), тем меньше внутренних ресурсов остается для реинвестирования в бизнес (см. рис. 8.12). При достижении максимального значения этого показателя (PR = 1, или 100%, т.е. полное изъятие прибыли в пользу собственников) корпорация не имеет возможностей развития за счет внутренних источников.

Как следует из рис. 8.11, между фондоемкостью бизнеса и возможностями его роста существует обратная взаимосвязь, которая носит нелинейный характер. При этом чем выше потребности в активах для получения 1 руб. продаж, тем меньшие темпы роста могут быть достигнуты при прочих равных условиях. Вместе с тем эта зависимость непропорциональна и снижение фондоемкости будет приводить к более сильному изменению темпов роста в сторону повышения, чем ее увеличение на аналогичную величину.

польз. №486952; dt: 1569489636, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489642, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Подведем некоторые итоги. При стратегии развития только за счет внутренних ресурсов корпорация «Б» из рассматриваемого примера может добиться максимального темпа роста продаж, равного 4,57%. Если же она хочет расти быстрее, менеджменту необходимо:

- реинвестировать большую долю прибыли (снизить дивидендные выплаты);
- снизить фондоемкость (ускорить оборачиваемость активов);
- увеличить рентабельность продаж (маржу прибыли);
- реализовать одновременно несколько или все из перечисленных мероприятий.

Например, для достижения 10%-ного роста корпорация должна увеличить рентабельность продаж более чем в 2 раза (до 10,61%) либо снизить капиталоемкость с 0,9 до 0,536. В противном случае планируемый рост в 10% не может быть достигнут без привлечения внешнего финансирования.

Очевидно, что если корпорация в состоянии привлечь извне неограниченную сумму денег, она сможет профинансировать любой рост. Однако в реальной практике подобное неосуществимо и возможности финансирования всегда связаны с теми или иными ограничениями. Для продолжения нашего исследования в целях упрощения ограничимся следующими допущениями:

- корпорация не планирует привлечения собственного капитала извне, таким образом, его увеличение возможно только за счет нераспределенной прибыли;
- корпорация не планирует изменения финансового рычага (соотношение долга и собственного капитала остается постоянным), вследствие чего займы будут расти теми же темпами, что и собственный капитал за счет нераспределенной прибыли.

Необходимо отметить, что оба допущения вполне согласуются с реальной практикой. Часто увеличение собственного капитала путем размещения новых акций нежелательно по ряду причин, наиболее существенными из которых являются:

- высокая стоимость привлечения;
- неблагоприятная рыночная конъюнктура;
- размывание доли существующих собственников и возможность потери контроля над бизнесом и т.д.

В связи с этим разумно предположить, что менеджмент прежде всего будет интересоваться такими темпами роста, которые достижимы без дополнительного выпуска акций. В этих условиях основным источником внешнего финансирования становятся займы.

Однако на практике кредитный потенциал корпорации также имеет предел, за которым следуют неспособность обслуживать новые долги, возникновение финансовых затруднений и угрозы банкротства. Поэтому менеджмент обычно придерживается определенного соотношения собственных и заемных источников в финансировании, обеспечивающего требуемый уровень ликвидности и платежеспособности. В этих условиях корпорация будет стремиться привлекать такой объем займов, который обеспечит сохранение требуемого уровня финансового рычага по мере наращивания собственного капитала за счет нераспределенной прибыли.

С учетом сделанных допущений необходимый прирост чистых активов должен финансироваться только за счет увеличения нераспределенной прибыли и займов, т.е.:

$$\Delta NA = AFN = \Delta RE + \Delta D = IFN + \Delta D. \qquad (8.9)$$

Первое слагаемое этого уравнения представляет собой уже знакомый нам показатель IFN (см. формулу 8.1).

польз. №486952; dt: 1569489642, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489648, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В свою очередь величина ΔD при заданных ограничениях может быть определена как:

$$\Delta D = D/E \times NPM \times SAL_0(1+g)(1-PR). \quad (8.10)$$

Подставим (8.10) в (8.9) и приравняем полученное выражение нулю. Выполнив соответствующие преобразования, имеем[1]:

$$g = SGR = \frac{NPM(1-PR)(1+D/E)}{(NA/SAL)-NPM(1-PR)(1+D/E)} = \frac{NPM \times RR \times (NA/E)}{(NA/SAL)-NPM \times RR \times (NA/E)}. \quad (8.11)$$

Полученный показатель представляет собой максимальный темп роста, достигаемый при заданных значениях остальных переменных без внешнего финансирования за счет выпуска новых акций.

Он также называется коэффициентом устойчивого или сбалансированного роста (sustainable growth rate — SGR), который корпорация может поддерживать без изменения ключевых показателей своей операционной, инвестиционной и финансовой деятельности.

При этом если она достигла оптимальных или максимально допустимых (предельных) значений соответствующих показателей и не желает выпускать новые акции, то для нее существует только один возможный темп роста, равный SGR.

Предположим, что коэффициент D/E корпорации «Б» из рассматриваемого примера равен 0,3, или 30%. Тогда максимальный темп ее устойчивого роста

$$SGR = \frac{0{,}051 \times (1-0{,}4) \times (1+0{,}3)}{0{,}9-0{,}2-0{,}051 \times (1-0{,}4) \times (1+0{,}3)} = 0{,}0602.$$

Умножив числитель и знаменатель (8.11) на показатель оборачиваемости чистых активов SAL/NA и выполнив соответствующие преобразования, можно получить более компактный вариант данной формулы:

$$SGR = \frac{ROE \times RR}{1-(ROE \times RR)}, \quad (8.12)$$

где ROE — рентабельность собственного капитала.

Как следует из (8.12):

- любой фактор, увеличивающий рентабельность собственного капитала ROE, будет оказывать аналогичное влияние и на величину SGR;
- при прочих равных условиях максимальный темп устойчивого роста достигается при полном реинвестировании прибыли в бизнес, т.е. при RR = 1.

Несмотря на то что показатель ROE не вполне адекватно характеризует достижение менеджментом основной цели, т.е. увеличение стоимости корпорации, он является важной характеристикой эффективности управления ею с точки зрения акционеров. Повышение отдачи на собственный капитал обычно тесно связано с решением таких задач, как:

- рост дохода на акцию (т.е. показателя EPS);
- увеличение прибыли и способности корпорации к самофинансированию;
- наращивание собственного капитала за счет эффективной хозяйственной деятельности (т.е. интенсивным способом);
- рост дивидендных выплат и т.д.

[1] Напомним, что $1 + D/E) = NA/E$.

польз. №486952; dt: 1569489648, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489654, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В целом из полученных соотношений следует, что важнейшими операционными факторами роста компании являются рентабельность продаж (маржа прибыли) и оборачиваемость активов, определяющие эффективность использования инвестированного в бизнес капитала. Неудивительно, что чем выше эти показатели, тем больше потенциал роста.

Существенно увеличить этот потенциал способна рациональная инвестиционная и финансовая политика менеджмента корпорации, выраженная в концентрированной форме через показатели соотношения собственных и заемных средств (финансового рычага), нормы реинвестирования (распределения) прибыли, процентного и налогового бремени.

Более наглядно ее влияние можно проследить, представив SGR в виде следующего выражения[1]:

$$SGR = \left(RONA + \frac{D}{E}(RONA - \bar{R})\right) \times RR \times (1 - T), \tag{8.13}$$

где $\bar{R}$ — средняя процентная ставка по займам;
T — ставка налога на прибыль.

Увеличение финансового рычага при его разумном использовании позволяет повысить рентабельность собственного капитала (ключевой переменной в формуле устойчивого роста) за счет более дешевых источников внешнего финансирования и расширить потенциал развития предприятия. График взаимосвязи между SGR и уровнем финансового рычага, построенный на основании данных рассматриваемого примера, приведен на рис. 8.13.

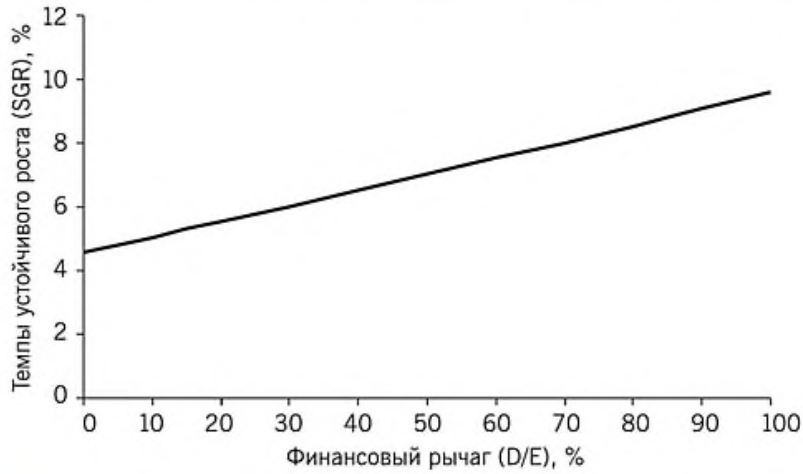


Рис. 8.13. Зависимость между темпами устойчивого роста и уровнем финансового рычага

В свою очередь уменьшение доли чистой прибыли PR, выплачиваемой в качестве дивидендов, повышает коэффициент реинвестирования RR, что ведет к увеличению собственного капитала за счет внутренних источников и соответственно возможностей устойчивого роста.

Подведем итоги нашего исследования. Как было показано выше, поддержание устойчивого роста фирмы предполагает балансировку ее инвестиционной, операционной и фи-

[1] Данное соотношение следует из формулы эффекта финансового рычага.

польз. №486952; dt: 1569489654, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489663, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

нансовой деятельности. В общем случае она достигается эффективным управлением всеми ресурсами, вовлеченными в бизнес, корректным использованием финансового рычага и осуществлением рациональной дивидендной политики.

Несмотря на присущие ей ограничения и недостатки, концепция устойчивого роста, а также следующие из нее модели и показатели являются полезным инструментарием как для менеджмента корпорации, так и для внешних, заинтересованных в ее деятельности сторон (инвесторов, аналитиков, кредиторов и т.п.).

Агрегируя ключевые показатели хозяйственной деятельности в моделях устойчивого роста, можно определить их согласованность, выявить противоречия в поставленных целях развития корпорации, проверить их осуществимость. Например, если объемы продаж должны расти темпами, превышающими коэффициент устойчивого роста, корпорации придется увеличить маржу прибыли, ускорить оборачиваемость активов (снизить фондоемкость), повысить финансовый рычаг и коэффициент реинвестирования либо выпустить новые акции.

Пример

Предположим, что корпорация «Б» из рассматриваемого примера хочет достичь темпа устойчивого роста 10% за счет увеличения маржи чистой прибыли. Уровень финансового рычага равен 0,3. Какова должна быть в этом случае величина NPM?

В соответствии с (8.11) имеем:

$$0{,}1 = (\text{NPM} \times 1{,}3 \times 0{,}6) / (0{,}7 - \text{NPM} \times 1{,}3 \times 0{,}6),$$

Откуда:

$$\text{NPM} = 0{,}07 / 0{,}858 = 0{,}815 \text{ или } 8{,}15\%.$$

Таким образом, для реализации подобного плана потребуется увеличить маржу чистой прибыли более чем на 60%, что может стать трудновыполнимой задачей.

Аналогично достижение той же цели только за счет изменения уровня финансового рычага приведет к превышению заемного капитала над собственными средствами (читателю предлагается проверить это самостоятельно), что может негативно отразиться на финансовой устойчивости, росте стоимости источников финансирования, а также их доступности. Таким образом, только комплексное улучшение параметров инвестиционной, операционной и финансовой деятельности при условии приемлемости и достижимости необходимых значений соответствующих показателей позволит корпорации «Б» реализовать планируемую стратегию развития.

Показатель устойчивого роста может служить нормативом или эталоном темпа развития, которого должна придерживаться корпорация на протяжении определенного времени, пока стратегические цели и приоритеты остаются неизменными. В этой роли он часто используется внешними аналитиками, потенциальными инвесторами и кредиторами для оценки перспектив и финансовой устойчивости бизнеса.

Например, если по данным представленного бизнес-плана фактический рост на каждом этапе его реализации превышает устойчивый, корпорация будет постоянно нуждаться в дополнительных источниках денежных средств. На основании подобного сопоставления кредиторы могут определить потенциальную потребность корпорации в займах, а также ее способность их обслуживать. В свою очередь, если фактический рост меньше устойчивого, корпорация будет генерировать излишки денежных средств, которые могут быть направ-

польз. №486952; dt: 1569489663, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489668, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

лены на новые проекты, представляющие интерес для потенциальных инвесторов, либо на выкуп собственных акций у текущих владельцев.

Модели устойчивого роста используются для разработки и обоснования финансовых стратегий корпорации. Матрица финансовых стратегий и варианты соответствующих управленческих решений представлены на рис. 8.14.

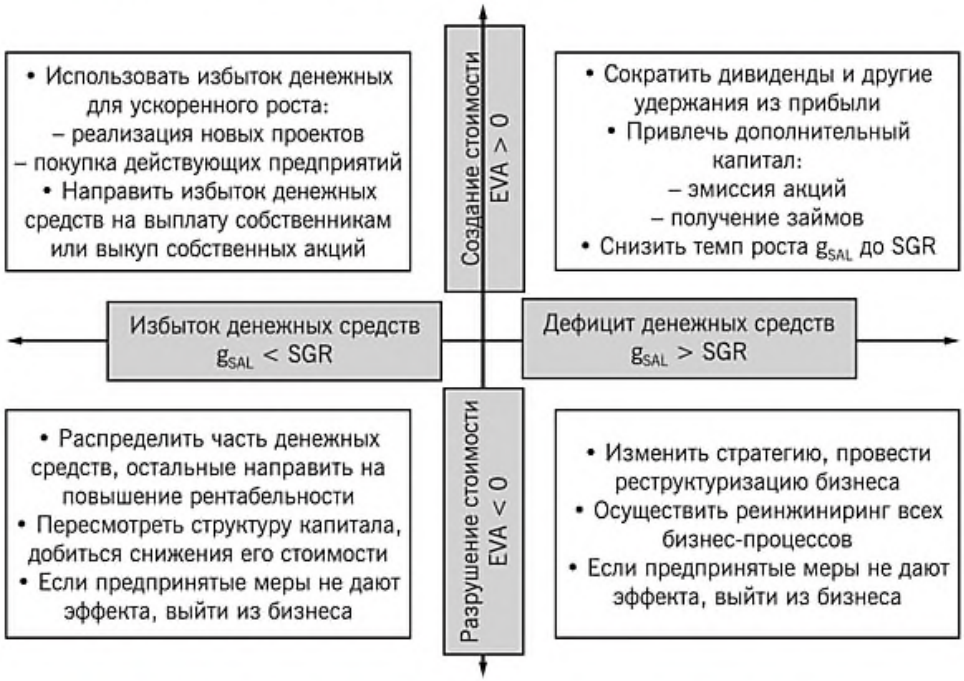


Рис. 8.14. Матрица финансовых стратегий и темп роста корпорации

Корпорации, попадающие в правый верхний квадрант матрицы, предпочитают политику агрессивного развития ($g > SGR$) либо принадлежат к быстрорастущей отрасли. Из-за существенных затрат на увеличение активов даже при выплате небольших дивидендов либо их полном отсутствии они не могут поддерживать высокие темпы роста исключительно за счет собственных ресурсов. Руководство этих корпораций должно придерживаться такой финансовой стратегии, которая подразумевала бы развитие не только за счет нераспределенной прибыли, но и на основе эмиссии новых акций и привлечения дополнительных заемных средств. Особенно это будет оправданно, если стремительный рост является неотъемлемым условием достижения стратегических конкурентных преимуществ и рентабельность новых инвестиций превышает затраты на необходимый капитал (т.е. $ROIC > WACC$, соответственно $EVA > 0$).

Напротив, рентабельные корпорации, действующие в высокоразвитых секторах экономики, будут иметь ограниченные возможности для роста из-за сильной конкуренции, а также насыщенности рыночного спроса и генерировать избыточные денежные потоки, что приводит к сокращению финансовых ресурсов, необходимых для реинвестирования (левый верхний квадрант матрицы). В этом случае если менеджменту не удастся найти новые возможности эффективного использования денежных средств, вероятно, следует изменить финансовую стратегию, предусмотреть более высокие дивиденды, выкуп собственных акций, снижение размера долга и т.п.

польз. №486952; dt: 1569489668, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489673, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Корпорации, попадающие в правый нижний квадрант матрицы, либо еще не вышли на необходимый уровень рентабельности ROIC > WACC из-за быстро увеличивающихся объемов деятельности, либо не в состоянии его достичь по тем или иным причинам. Следствием данной ситуации является острая потребность во внешнем финансировании, вызванная нарастающим дефицитом денежных средств. В этих условиях менеджменту необходимо изменить политику ценообразования и управления затратами, сбалансировать инвестиционную, операционную и финансовую стратегию, а при необходимости — провести реструктуризацию бизнеса, избавиться от непрофильных активов и нерентабельных направлений. Крайней мерой выхода из подобной ситуации является продажа бизнеса или соответствующего подразделения.

Относящиеся к нижнему левому квадранту корпорации не имеют возможностей для расширения деятельности и одновременно характеризуются низкой рентабельностью (ROIC < WACC). Из-за отсутствия перспективных проектов они не вкладывают средств в новые активы, а низкие темпы развития приводят к получению избыточных денежных потоков от основной деятельности и отсутствию потребности в дополнительных источниках средств. Финансовая стратегия подобных корпораций должна быть направлена на повышение рентабельности бизнеса, а также рациональное использование избытка денежных ресурсов — проведение НИОКР, разработку новых продуктов, увеличение выплат собственникам, рефинансирование займов и т.п. Как и в предыдущей ситуации, крайней мерой является выход из «умирающего» бизнеса и переключение на новые виды деятельности.

Финансовое планирование и прогнозирование является важной и неотъемлемой частью корпоративного управления. Однако следует помнить, что функционирование и развитие любой бизнес-системы определяется комплексным взаимодействием ее различных элементов и подсистем, а также влиянием общеэкономических, социальных, рыночных, технологических и других факторов внешней среды. Таким образом, только обоснованные, согласованные, последовательные решения во всех сферах (производство, маркетинг, финансы, логистика, кадры и т.д.) и на всех уровнях корпоративного управления способны обеспечить выживание и процветание бизнеса в условиях жесткой конкурентной борьбы, а также создание дополнительных ценностей для заинтересованных в ее деятельности сторон.

8.4. Финансовые измерения качества корпоративного роста и тенденции развития российского бизнеса

В современных финансовых практиках используются разнообразные измерения качества корпоративного роста, на основе которых формируются управленческие технологии в этой области. В их числе:

- критерии сбалансированного роста («золотое правило экономики предприятия», модель Р. Марриса),
- модели роста в терминах объема продаж и прибыли (модели Хиггинса, Дж. Ван Хорна, BCG и др.),
- комбинированные модели в терминах EVA и FCF,
- оценки будущего роста (FGV),
- матрица оценки качества роста И. Ивашковской и карта роста по П. Вигери, С. Смиту, М. Багаи.

Прежде всего динамика развития компании должна быть сбалансированной. Для оценки сбалансированности/несбалансированности роста применяют **«золотое правило эконо-**

польз. №486952; dt: 1569489673, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489679, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

мики предприятия» (взаимосвязанные показатели экономического роста). В соответствии с этим правилом темпы роста прибыли ($Т_{прибыль}$), объема продаж ($Т_{продажи}$) и активов ($Т_{активы}$) должны соответствовать системе неравенств:

$$Т_{прибыль} > Т_{продажи} > Т_{активы} > 100\%. \quad (8.14)$$

Неравенство в первой своей части означает, что прибыль растает опережающими темпами по сравнению с продажами, следовательно, имеет место экономия на издержках. Вторая часть неравенства указывает на то, что капитал, авансированный в факторы производства, генерирует растущие продажи (доходы), следовательно, эффективнее используются ресурсы. Третья часть неравенства говорит о приращении ресурсного потенциала компании, увеличении активов, генерирующих продажи (прямо или косвенно)[1].

В модели сбалансированного роста Р. Марриса основным критерием корпоративного роста является увеличение объема продаж, а сбалансированным рост будет лишь при проведении взвешенной финансовой политики, основными характеристиками которой являются:

- коэффициент текущей ликвидности (его снижение увеличивает риск неплатежеспособности),
- коэффициент задолженности или уровень долговой нагрузки (высокое значение ведет к банкротству),
- коэффициент сохранения прибыли (его рост в динамике способствует приращению собственного капитала).

Сбалансированный рост — непременное условие устойчивого роста, который по сути означает «продолжающееся» («самодостаточное») развитие. Термин «устойчивое развитие» был введен в широкое употребление Международной комиссией по окружающей среде и развитию (Комиссия Брунтланд) в 1987 г. В настоящее время в мире активно идет поиск критериев и индикаторов устойчивого развития. Их разрабатывают ООН, Всемирный банк, Организация стран экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), Европейская комиссия, Научный комитет по проблемам окружающей среды (SCOPE) и др. Эта проблема рассматривается на различных международных конференциях и семинарах. Термин устойчивого роста/развития относится прежде всего к национальной экономике. Однако в последние десятилетия его применяют к экономическим системам различного уровня: мегауровня (межгосударственного уровня), мезоуровня (уровня региона или города), микроуровня (корпоративного уровня).

Для оценки устойчивости роста на корпоративном уровне применяется одноименный коэффициент — коэффициент устойчивости роста (КУР). В экономической литературе показатель иногда именуется нормой накопления, коэффициентом капитализации прибыли и т.д. Логика его расчета основана на том, что корпоративный рост — это функция объема и качества реинвестиций. На сегодняшний день в экономической литературе представлено несколько подходов к определению КУР. Наиболее простой вариант расчета коэффициента — соотношение реинвестированной в отчетном периоде прибыли[2] ($Р_{reinvest}$) (или чистая прибыль за вычетом дивидендов — div) и накопленного собственного капитала (equity, E) на начало периода:

$$КУР = Р_{reinvest} / E = (Р - div) / E. \quad (8.15)$$

[1] *Ковалев В.В.* Введение в финансовый менеджмент. М. : Финансы и статистика, 1999. С. 246 ; *Хотинская Г.И.* Финансовый менеджмент. М. : Дело и сервис, 2002. С. 50—51.

[2] Иногда в целях оценки устойчивости роста используют чистую прибыль.

польз. №486952; dt: 1569489679, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489685, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Коэффициент показывает, какими темпами увеличивается собственный капитал за счет нераспределенной прибыли или привлечения дополнительного акционерного капитала.

Другая модификация КУР — модель SGR (sustainablegrowthrate), позволяющая определить параметры роста, адекватного объему реинвестированной прибыли:

$$SGR = (P - div) / P = 1 - div / P, \quad (8.16)$$

где P — прибыль (profit);
div — суммы выплат из прибыли на дивиденды.

Не менее известен на сегодняшний день коэффициент внутреннего роста Р. Хиггинса, именуемый моделью обеспечения устойчивого роста фирмы (A Model Of Optimal Growth Strategy). Упрощенный вариант коэффициента представляет собой произведение рентабельности собственного капитала (ROE) и коэффициента накопления (b), рассчитываемого как отношение реинвестированной прибыли к общей сумме чистой прибыли[1]:

$$g = ROE \times b. \quad (8.17)$$

Коэффициент (8.17) является упрощением следующей формулы устойчивого роста:

$$g = \frac{ROE \times b}{1 - ROE \times b}. \quad (8.18)$$

Практически все описанные выше разновидности КУР определяют рост компании как устойчивый в том случае, если он обеспечен собственными источниками финансирования. Однако на практике корпоративный рост обеспечивается не только и не столько собственными, сколько заемными и привлеченными источниками финансирования. Как правило, в этих целях используются возможности рынка капитала. В связи с этим в экономической литературе появились модели достижимого роста, например модель Дж. Ван Хорна, которая представляет собой систему уравнений, позволяющую рассчитать рост, обеспеченный приростом активов, обязательств и собственного капитала. Упрощенный вид модели выглядит следующим образом:

$$g = \frac{b \times P / E}{1 - b \times P / E}, \quad (8.19)$$

где b — коэффициент накопления;
P — чистая прибыль;
E — собственный капитал.

Р. Визванатан предлагает при выборе корпоративной стратегии определять приемлемый рост компании с учетом финансовых ограничений. В трактовке автора темп приемлемого роста определяется по формуле[2]

$$g = \frac{P / S \times (1 - d) \times A / E}{A / S - P / S \times (1 - d) \times A / E}, \quad (8.20)$$

где P — прибыль;
d — заемный капитал;

[1] *Higgins R.C.* Op. cit.

[2] *Тонких А.С., Остальцев А.С., Остальцев И.С.* Приемы моделирования экономического роста предприятия. Екатеринбург ; Ижевск : Изд-во ИЭ УрО РАН, 2012.

польз. №486952; dt: 1569489685, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489692, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

A — активы;
S — объем продаж.

Вместе с тем, пожалуй, наиболее известной в экономической литературе является модель оценки устойчивости корпоративного роста, предложенная компанией Boston Consulting Group (BCG). В трактовке BCG устойчивый рост — это скорость увеличения объема продаж при условии сохранения операционной и финансовой политик неизменными. Для оценки операционной политики в модели BCG используются два коэффициента — рентабельность продаж и оборачиваемость активов. Для оценки финансовой политики используются коэффициент реинвестирования (капитализации) прибыли и мультипликатор капитала:

$$g = ROS \times AT \times FL \times b, \quad (8.21)$$

где ROS (returnonsale) — рентабельность продаж (отношение чистой прибыли к выручке);

AT (assettournover) — оборачиваемость активов (отношение выручки к суммарной стоимости активов);

FL (financialleverage) — финансовый рычаг, который корректнее именовать мультипликатором капитала (отношение активов к собственному капиталу);

b — норма накопления (отношение реинвестированной прибыли к общей сумме чистой прибыли).

Перечисленные коэффициенты по сути являются факторами устойчивого роста, а коэффициент g в модели BCG — это комплексный показатель, определяемый через базовые индикаторы корпоративной финансовой стратегии. Такой подход позволяет оценить не только устойчивость роста, но и его факторную чувствительность. Исследование темпов изменения каждого из четырех факторов позволяет количественно интерпретировать их влияние на корпоративный рост, а также понять, какие ресурсы и в каком объеме необходимо мобилизовать для реализации стратегии развития компании.

Дело в том, что устойчивый корпоративный рост — это прежде всего повышение объема продаж. При этом любое увеличение продаж должно быть компенсировано вложением дополнительных ресурсов (например, увеличением заемных средств, уменьшением дивидендных выплат и др.). Отслеживание коэффициента устойчивого роста позволяет оценить на сбалансированность основные финансовые индикаторы и выявить несогласованность в их изменениях[1].

Темп устойчивого роста в модели BCG — это возможная скорость увеличения продаж при неизменности вышеперечисленных четырех коэффициентов. В случае отклонения фактического темпа роста от расчетного должны произойти изменения либо в операционной, либо в финансовой политике. Превышение фактических темпов роста над расчетными может привести к дисбалансу источников финансирования и нехватке капитала. Динамика роста ниже расчетного в разных операционных ситуациях может привести к образованию избытка капитала.

Темп роста (оцениваемый прежде всего ростом доходов), превышающий расчетный коэффициент устойчивости роста, может свидетельствовать о дисбалансе динамики в части корпоративного роста и источников финансирования, т.е. о недостатке капитала. Темп роста ниже расчетного может привести к образованию избытка капитала.

Описанные выше подходы к оценке качества роста в ракурсе его сбалансированности, устойчивости, достижимости и приемлемости приведены в табл. 8.6. Эти подходы ориентированы главным образом на увеличение объема продаж и прибыли, т.е. классические измерители масштаба и результативности компании.

[1] *Копытов Р., Лабеев В.* Уточнение значимости основных факторов стоимости на устойчивость развития деятельности предприятия // Transport and Telecommunication. 2006. № 3.

польз. №486952; dt: 1569489692, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489698, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таблица 8.6
Модели оценки качества корпоративного роста

Показатель	Экономическое содержание	Алгоритм расчета	Примечание
«Золотое правило экономики предприятия»	Сопоставление темпов роста прибыли, объема продаж и активов (имущества) для оценки сбалансированности роста	$T_{роста\ прибыли} > T_{роста\ продаж} > T_{роста\ активов}$	>100%
Коэффициент устойчивости роста (КУР)	Рост, обеспеченный увеличением собственного капитала за счет нераспределенной прибыли или привлечения дополнительного акционерного капитала	$P_{reinvest} / E$ *или* $(P - div) / E$	$P_{reinvest}$ — реинфестированная прибыль; E — собственный капитал; div — суммы выплат из прибыли на дивиденды
Модель SGR (Sustainable Growth Rate)	Рост, обеспеченный объемом реинвестированной прибыли	$(P - div) / P$ *или* $= 1 - div/P$	P — прибыль (profit); div — суммы выплат из прибыли на дивиденды
Модель Хиггинса (коэффициент внутреннего роста) — A Model Of Optimal Growth Strategy)	Рост, обеспеченный собственными источниками финансирования, при сложившейся рентабельности собственного капитала	$ROE \times b$ *или* $(ROE \times b) / (1 - ROE \times b)$	b — коэффициент накопления; ROE — рентабельность собственного капитала
Модель достижимого роста Дж. Ван Хорна	Рост, обеспеченный приростом активов, обязательств и собственного капитала (система уравнений)	$(B \times P/E) / (1 - b \times P/E)$ (упрощенный вид)	b — коэффициент накопления; P — чистая прибыль; E — собственный капитал
Темп приемлемого роста Р. Визванатана	Рост, учитывающий финансовые ограничения при выборе стратегии роста	$(P/S \times (1 - d) \times A/E) / (A/S - P/S \times (1 - d) \times A/E)$	P — прибыль; d — заемный капитал; A — активы S — объем продаж
Модель BCG (Boston Consulting Group)	Рост объема продаж при условии сохранения операционной и финансовой политик неизменными	$ROS \times AT \times FL \times b$	ROS (return on sale) — рентабельность продаж; AT (asset tournover) — оборачиваемость активов; FL (financial leverage) — мультипликатор капитала; b — норма накопления

Между тем в современных финансовых практиках в качестве индикаторов роста все чаще применяются отдельные показатели VBM-концепции, в том числе наиболее популярные из них — EVA (экономическая добавленная стоимость) и FCF (свободный денежный

польз. №486952; dt: 1569489698, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489704, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

поток). На этой теоретической основе сформирована комбинированная модель оценки качества роста, включающая четыре варианта интерпретации полученных результатов. Алгоритм комбинированной модели оценки качества роста на основе EVA и FCF приведен в табл. 8.7.

Таблица 8.7
Комбинированная модель оценки качества корпоративного роста в терминах EVA и FCF

Модель	Параметры модели	Интерпретация
Первая модель	EVA > 0 и FCF > 0	Такая ситуация характерна для развитых крупных компаний, которым уже не нужны значительные инвестиции в операционные активы. Если компания хочет развиваться по данной модели, для получения EVA ей необходимо обеспечивать минимальный размер WACC. Для минимизации WACC также целесообразно использовать коммерческое кредитование (отсрочку платежа), поскольку это спонтанный источник финансирования, более дешевый по сравнению с банковским кредитованием
Вторая модель	EVA > 0 и FCF < 0	Такое состояние характерно для успешных, развивающихся компаний, активно инвестирующих средства в свои активы, т.е. в будущий рост. В этом случае прирост инвестированного капитала за год превышает значение чистой операционной прибыли. Однако при этом инвестированные средства характеризуются высокой отдачей, приносят значительную прибыль, причем привлекаются по низкой цене. Для данной модели экономического роста необходимо максимизировать показатели ROIC, IC при минимизации средневзвешенной стоимости капитала компании
Третья модель	EVA < 0 и FCF > 0	Такая модель экономического роста характерна для компаний среднего бизнеса, которые не обладают возможностями привлечения дешевого заемного капитала, характеризуются низким инвестиционным потенциалом и невысоким уровнем отдачи на вложенный капитал. В этом случае компания мало инвестирует, ее целью является покрытие затрат и получение минимально приемлемой прибыли
Четвертая модель	EVA < 0 и FCF < 0	Данная ситуация достаточно часто встречается в практике российских компаний. Здесь имеет место в чистом виде экстенсивный экономический рост, заключающийся в значительных инвестиционных вложениях. Однако при этом рентабельность инвестированного капитала является очень низкой, а его стоимость, наоборот, высокой. Следует отметить, что данная модель прежде всего является результатом низкого уровня менеджмента компании

Источник: *Тонких А.С., Остальцев А.С., Остальцев И.С.* Указ. соч.

Как отмечалось ранее, одной из характеристик качества корпоративного роста является так называемая стоимость будущего роста — FGV (Future Growth Value)[1].

Модель FGV — разработка компании Stern Stewart & Co, модификация модели VBM. Последняя была сформулирована в начале 80-х гг. XX в. К. Кестером, Р. Брейли и С. Майер-

[1] *Найденова Ю.Н., Осколкова М.А.* Эмпирический анализ трансформации интеллектуальных ресурсов в стоимость компании // Финансы и кредит. 2011. № 47 (479).

польз. №486952; dt: 1569489704, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489709, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

сом и названа по фамилиям своих создателей (KBM). Согласно ей, рыночная стоимость каждой акции может быть разделена на долю текущих активов компании (капитализированная прибыль на акцию) и долю перспектив роста. Эмпирические оценки авторов модели KBM свидетельствуют о том, что ценность перспектив роста обычно превышает 50% стоимости акций.

Показатель FGV в ряде работ рассматривается как прокси-показатель интеллектуального капитала, который отражает мнение рынка о потенциале будущего роста компании и достигает наивысшего значения в отраслях, характеризующихся активным использованием инновационных продуктов[1].

В рамках FGV ценность текущей деятельности компании разделена на балансовую оценку ее активов (Book Value) и приведенную стоимость EVA (рис. 8.15).



Рис. 8.15. Место и роль стоимости будущего роста в рыночной стоимости компании[2]

В этих условиях стоимость будущего роста определяется по формуле

$$FGV = MV - BV - EVA/WACC. \quad (8.22)$$

В целях управления параметрами качества корпоративного роста И.В. Ивашковская[3] предложила аналитическую матрицу, ключевые моменты которой сводятся к следующему:

- вертикальная ось — средний темп роста продаж за несколько лет для конкурирующих компаний в рамках отрасли или одной фирмы за длительный период; прием средней геометрической позволяет отразить накопительный эффект;
- горизонтальная ось — рыночная стоимость компании (средний темп роста капитализации ее совокупного капитала);
- матрица строится по данным за несколько лет.

Оценки качества роста в этой методологии ориентированы на следующие критериальные подходы:

- рост, который соответствует измерениям (темпы роста выручки и стоимости компании выше среднего), — это эталон качества роста; этот тип роста ведет к увеличению стоимости бизнеса;

---

[1] *Руус Й., Пайк С., Фернстрем Л.* Интеллектуальный капитал. Практика управления. М. : Высшая школа менеджмента, 2010.

[2] Там же.

[3] *Ивашковская И.В.* Финансовые измерения качества роста // Управление компанией. 2006. № 9.

польз. №486952; dt: 1569489709, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489728, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- рост, предполагающий высокий темп увеличения стоимости компании, но при этом рост выручки ниже среднего; в данном случае внимание фокусируется на повышении прибыли;
- рост, базирующийся на агрессивной политике продаж, с точки зрения современного финансового анализа интерпретируется как простой рост;
- динамика, не позволяющая добиться успеха ни по одному направлению, характеризует некачественный рост.

Матричный подход к оценке качества корпоративного роста использовали также П. Вигери, С. Смит, М. Багаи[1], концепция которых олицетворяет экономический рост с ростом прибыли. Авторы предложили карту роста в качестве инструмента стратегического управления ростом компании, которая строится в трех горизонтах:

- горизонт 1 — развитие ключевых направлений бизнеса и их защита от конкурентов;
- горизонт 2 — создание новых направлений деятельности;
- горизонт 3 — создание реалистичных возможностей для будущего роста.

Карта роста П. Вигери, С. Смита, М. Багаи приведена на рис. 8.16. На основе этой карты авторами разработаны схемы, помогающие компаниям выбрать свои модели (траектории) роста:

- стандартная схема роста (рис. 8.17);
- венчурный капитал (рис. 8.18);
- прямые инвестиции (рис. 8.19);
- органический рост (рис. 8.20);
- реструктуризация (рис. 8.21);
- рост за счет приобретений (неорганический рост) (рис. 8.22);
- «попутный ветер» (рис. 8.23).

Горизонты роста				
	Развитие потенциала активов	Направьте ресурсы туда, где больше всего возможностей для роста	Инвестируйте в рынки, на которых вы еще не работаете	Занимайте свободные ниши и создавайте в них новые направления деятельности
	Слияния и поглощения	Приобретайте недостающие активы и избавляйтесь от медленно развивающихся направлений	Проводите слияния и поглощения для консолидации и диверсификации бизнеса	Начинайте работу в новых зонах роста, покупая небольшие компании
	Увеличение доли рынка	Добивайтесь высокой коммерческой и операционной эффективности	Обновите ассортимент продукции или модель управления предложением	Перестройте вашу бизнес-модель или замените ее
Двигатели роста				

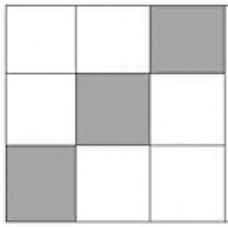
Рис. 8.16. Карта роста П. Вигери, С. Смита, М. Багаи[2]

[1] *Вигери П., Смит С., Багаи М.* Рост бизнеса под увеличительным стеклом. М. : Манн, Иванов и Фербер, 2009.

[2] Там же.

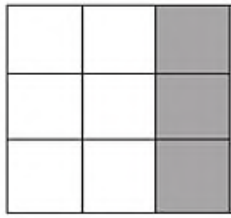
польз. №486952; dt: 1569489728, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489728, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99



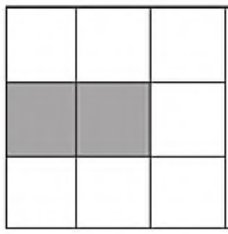
Основной инструмент роста на первом горизонте — увеличение доли рынка, на втором — слияния и поглощения, на третьем развитие потенциала активов компании

Рис. 8.17. Стандартная схема роста



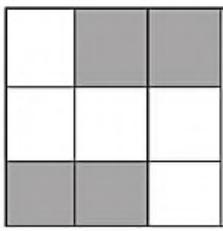
Венчурные фонды почти всегда занимаются инвестициями на третьем горизонте, но при этом активно работают над увеличением доли рынка, чтобы стимулировать развитие имеющихся инвестиционных проектов

Рис. 8.18. Венчурный капитал



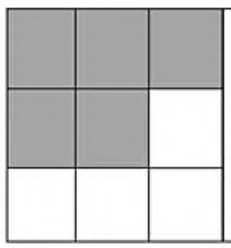
Для фондов прямых инвестиций основным двигателем роста на первом и втором горизонтах являются слияния и поглощения. Поскольку подобные игроки предпочитают приобретать крупные компании и наращивать денежные потоки, это, как правило, не создает возможности для слияний и поглощений на третьем горизонте

Рис. 8.19. Прямые инвестиции



Некоторые компании избегают роста за счет приобретений. Например, в секторе высоких технологий многие компании добиваются роста на первом и третьем горизонтах через увеличение доли рынка и одновременно финансируют исследовательскую деятельность, чтобы заблаговременно создать возможности развития в сегментах с высоким потенциалом роста

Рис. 8.20. Органический рост

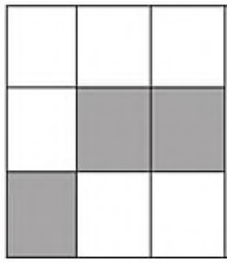


Компании, претерпевающие реструктуризацию, должны сосредоточиться на том, чтобы изменить направление использования своих активов. В рамках всех горизонтов они опираются на органический рост, но, кроме того, используют слияния и поглощения (а также продажу активов) на первом и втором горизонтах, чтобы повлиять на рыночные правила игры

Рис. 8.21. Реструктуризация

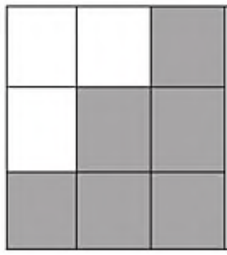
польз. №486952; dt: 1569489728, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489736, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99



Компании из ряда быстрорастущих сегментов начинают проявлять интерес к поиску партнеров на третьем горизонте роста. Вместо создания собственных возможностей роста они покупают новые предприятия, сотрудничая с фондами венчурного капитала или другими аналогичными игроками. Развитие потенциала собственных активов вытесняется ростом за счет приобретений

Рис. 8.22. Рост за счет приобретений (неорганический рост)



Некоторые компании ловят «попутный ветер», позволяющий им сделать серьезный рывок. Они накапливают двигатели роста: приобретение доли рынка на первом горизонте, слияния и поглощения на втором и развитие потенциала своих активов на третьем

Рис. 8.23. «Попутный ветер»

Каждая из схем предполагает активизацию усилий (двигателей роста) в своих моделях (траекториях) роста.

Анализ эмпирических данных России показывает, что основные индикаторы роста, предлагаемые в разных трактовках VBM-концепции, недостаточно информативны в российской хозяйственной среде. Бухгалтерская и экономическая прибыль, экономическая добавленная стоимость, денежный поток в нетто-оценке и его модификации в подавляющем большинстве российских компаний имеют ничтожно малые значения и (или) демонстрируют относительно невысокую динамику во времени. В силу этого их вряд ли можно отнести к числу корпоративных приоритетов. Это, конечно, не исключает частные случаи использования этих индикаторов в качестве ключевых или вспомогательных показателей оценки результатов деятельности компаний, однако в масштабе страны корпоративные приоритеты выстраиваются в другой области.

Основные тренды развития российского бизнеса свидетельствуют о том, что большинство российских компаний ориентируется на такие индикаторы роста, как активы, выручка-нетто (за вычетом косвенных налогов), денежные потоки в брутто-оценке (денежные притоки). За последние 10 лет эти показатели увеличились в 4,1—5,3 раза и характеризуются экспоненциальным трендом (рис. 8.24).

Активы, выручка от продажи, денежные потоки (поступления) и их приращенин — это финансовые характеристики роста компаний. Перенос акцентов на эти индикаторы развития, с одной стороны, органично вписывается в стратегические цели новой парадигмы — стоимостной модели измерения и управления, с другой стороны, свидетельствуют о «болезнях роста» и специфике адаптивного развития российского бизнеса к условиям

современной хозяйственной среды. Последний тезис объясняется тем, что в подавляющем большинстве российских компаний индикаторы роста не сопровождаются адекватным повышением эффективности финансово-хозяйственной деятельности (рис. 8.25). В среднем по России наблюдается крайне неустойчивая динамика рентабельности и понижаю-

польз. №486952; dt: 1569489736, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489743, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

щийся тренд прежде всего в части рентабельности продукции. Экспоненциальный рост абсолютных индикаторов на фоне снижающейся эффективности (рентабельности) означает экстенсивное развитие российского бизнеса, при котором в большинстве компаний неэффективно используется ресурсный потенциал на фоне неразвитых финансовых технологий.



Рис. 8.24. Тенденции развития российского бизнеса, млрд руб.
Рассчитано по: Российский статистический ежегодник 2008, 2014. URL : www.gks.ru

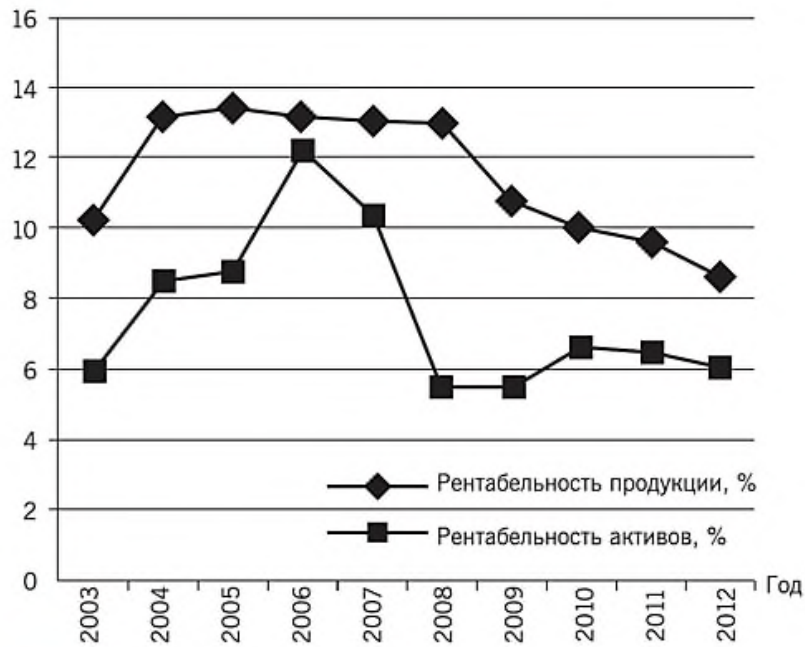


Рис. 8.25. Тенденции изменения рентабельности в среднем по России
Рассчитано по: Финансы России 2004, 2008, 2012, 2014. URL : www.gks.ru

Следует отметить, что подобные тенденции наблюдались и в компаниях США. Так, Д. Коллис и С. Монтгомери отмечают, что в 1970-е гг. для компаний США был характерен

польз. №486952; dt: 1569489743, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489749, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

небольшой рост при любых издержках, пассивных собственниках и неэффективном правлении. В 1980-е годы наблюдался увеличивающийся рост («бешеный рост» и «необузданное» расширение), в том числе растущие премии за слияния компаний; в 1990-е гг. интенсивный рост прослеживался на фоне активности правления и собственников; в 2000-е гг. происходило переосмысление стратегии и тактики роста после серии скандалов, связанных с бухгалтерским учетом[1].

Очевидно, что российский бизнес находится в настоящее время на первом этапе — этапе масштабного роста при неэффективном управлении. Его параметры свидетельствуют о распространении в России модели «рост ради роста».

Учитывая специфику рыночных преобразований в России и сжатые сроки системных трансформаций, в отличие от периодизации Д. Коллиса и С. Монтгомери для России наиболее вероятны два основных этапа развития:

1) этап экстенсивного роста (кратко- и среднесрочная перспектива), в рамках которого неизбежно накопление проблем «необузданного» расширения и переосмысление тактики и стратегии роста, понимание необходимости учитывать объективные ограничения;
2) этап интенсивного роста (средне- и долгосрочная перспектива) как результат переосмысления с учетом объективных ограничений роста, при котором повысится значимость показателей эффективности и индикаторов сбалансированного и устойчивого роста.

В совокупности факторов и детерминант корпоративного роста для России весьма перспективны такие финансовые инструменты, как:

- нематериальные активы (НМА), их идентификация, стоимостная оценка, постановка на учет и отражение в отчетности;
- бренд-активы как неотъемлемая составляющая НМА, отсутствующие в российском правовом пространстве, но уже сегодня играющие важную роль во многих рыночных транзакциях (в секьюритизации займов, слияниях и поглощениях, лицензировании и франчайзинге, связях с инвесторами и др.);
- рыночные измерения стоимости компаний в целом и отдельных составляющих их активов, бизнесов, портфелей[2].

На сегодняшний день все перечисленные выше финансовые инструменты активно используются в зарубежных практиках, но весьма дискретно представлены в России.

Итак, корпоративная стратегия и эффективный инструментарий ее реализации — важнейшее условие конкурентоспособности бизнеса и его жизнеспособности в средне- и долгосрочной перспективе. Финансовые акценты в изучении корпоративной стратегии обусловливают необходимость рассмотреть финансовые индикаторы развития и прежде всего стратегии роста, нацеленные на поиск путей использования мобилизованных ресурсов для увеличения стоимости бизнеса.

В области финансовых измерений качества корпоративного роста особое внимание уделяется моделям сбалансированного роста, моделям роста в терминах объема продаж и прибыли, комбинированным моделям EVA+FCF, оценкам будущего роста FGV, матрице оценки качества роста И. Ивашковской и карте роста по П. Вигери, С. Смиту, М. Багаи. Эти измерения позволяют оценить корпоративный рост на сбалансированность, устойчи-

[1] *Коллис Д., Монтгомери С.* Корпоративная стратегия. Ресурсный подход. М. : Бизнес-Олимп, 2007. С. 4—6.

[2] *Хотинская Г.И., Черникова Л.И.* Системные трансформации в макро- и микрофинансах. М. : Научные технологии, 2013. С. 83—85.

польз. №486952; dt: 1569489749, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489755, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

вость, достижимость, приемлемость. Помимо этого важны оценки роста на интенсивность/экстенсивность.

Интенсивный экономический рост — рост за счет более эффективного использования того же объема ресурсов — означает повышение эффективности использования авансированного капитала. Оценка параметров эффективности роста позволяет избежать «роста ради роста», типичного для российского бизнеса.

Ключевые термины

- Финансовые измерения качества корпоративного роста.
- Сбалансированный рост, устойчивый рост.
- Финансовое планирование.
- Миссия.
- Стратегическое финансовое планирование.
- Матрицы бизнес-стратегий.
- Система сбалансированных показателей.
- Система «4М».
- Нормативный метод планирования.
- Балансовый метод планирования.
- Метод процентных (пропорциональных) изменений.
- Метод планирования «сверху вниз».
- Метод планирования «снизу вверх».
- Тактическое финансовое планирование.
- Текущее финансовое планирование.
- Бюджетирование.
- Финансовое прогнозирование.
- Внутреннее финансирование.
- Потребность во внешнем финансировании.
- Стратегия устойчивого роста.
- Внутренний темп устойчивого роста.
- Темп устойчивого (сбалансированного) роста.
- Матрица финансовых стратегий.

Контрольные и дискуссионные вопросы и задания

1. Что такое стратегия? Какова эволюция экономической теории и практики в понимании стратегии?
2. В чем вы видите принципиальные отличия ресурсных и целевых стратегий?
3. Каковы основные цели формирования корпоративной стратегии?
4. Место и роль стратегии роста в совокупности корпоративных стратегий.
5. Перечислите основные стратегии корпоративного роста.
6. В чем заключается сущность планирования в корпорации?
7. Перечислите наиболее значимые задачи, решаемые с помощью финансового планирования.
8. Что такое миссия и стратегия корпорации? Какие финансовые показатели могут использоваться при их формулировке?

польз. №486952; dt: 1569489755, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489763, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

9. Дайте общую характеристику процесса финансового планирования. Какие виды планов разрабатываются корпорациями?
10. Назовите и раскройте содержание методов финансового планирования.
11. Перечислите и охарактеризуйте основные этапы метода процентных (пропорциональных) зависимостей.
12. Как рассчитывается потребность в дополнительном внешнем финансировании EFN?
13. Что представляет собой коэффициент внутреннего роста? Приведите формулу его расчета.
14. Как определяется коэффициент устойчивого роста? Что он показывает?
15. Назовите основные факторы, влияющие на устойчивый рост корпорации. Как они взаимосвязаны?
16. Проблема границ роста и ее финансовая интерпретация.
17. Каковы основные подходы к оценке качества роста?
18. Финансовые измерения качества роста.
19. Особенности роста российского бизнеса (эмпирический опыт).

Ключевые функции Bloomberg

GLCO — Мировые цены на сырьевые товары.
FXC — Матрица валютных курсов.
ECFC — Экономические прогнозы.
ECST — Мировая экономическая статистика.
LOIS — Монитор ликвидности 3-m спред LIBOR-OIS.
WEI — Мировые фондовые индексы.
MOST — Наиболее активные бумаги.
FXIP — Информационный портал валют.
CBQ — Обзор рынка по стране.
IBQ — Анализ индустрии.

польз. №486952; dt: 1569489763, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489766, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

раздел 3

ИНВЕСТИЦИОННАЯ И ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА

польз. №486952; dt: 1569489766, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489773, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 9

Инвестиционные решения и инвестиционная политика

Изучив данную главу, вы:

- поймете важность принятия инвестиционных решений для стратегии роста корпорации, а также почему важнейшим критерием принятия инвестиционных решений является соотношение риска и доходности;
- познакомитесь с методами оценки эффективности инвестиционных проектов, поймете, в каких случаях какой из методов целесообразно применять;
- научитесь рассчитывать рыночную стоимость ценных бумаг и оценивать эффективность финансовых инвестиций, узнаете, какие показатели рассчитываются для оценки эффективности инвестиций в акции и облигации;
- сможете анализировать имеющуюся практическую информацию о потенциальных объектах финансовых инвестиций и принимать обоснованные инвестиционные решения;
- узнаете, что представляет собой инвестиционный портфель корпорации, в чем заключается специфика портфельного инвестирования, поймете, какие виды портфелей присущи различным типам инвесторов;
- сможете формулировать инвестиционные цели при формировании инвестиционного портфеля и определять тип инвестиционного портфеля;
- узнаете, каким образом инвестор может достигать оптимального соотношения дохода и риска при портфельном инвестировании, получите представление о диверсификации инвестиционного портфеля;
- поймете, в чем сущность разных подходов к диверсификации инвестиционного портфеля, а также изучите основные положения современной портфельной теории и получите представление о существующих моделях оптимального инвестиционного портфеля;
- научитесь рассчитывать показатели доходности и риска инвестиционного портфеля, анализировать их и выбирать оптимальный вариант инвестиционного портфеля;
- узнаете, как управление инвестиционным портфелем влияет на результаты портфельного инвестирования.

9.1. Инвестиционные решения компании и критерии их принятия

Инвестиционные решения — это решения инвесторов (отдельных субъектов рынка) по достижению разнообразных целей получения в будущем выгод от приобретения или создания инвестиционных объектов через отказ от текущего потребления.

польз. №486952; dt: 1569489773, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489781, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

За инвестиционными решениями всегда стоят процессы определения целей инвесторов, прогнозирования внешней среды и изменения условий хозяйствования, а также обоснования получаемых возможных выгод от инвестирования. Поскольку момент получения выгод от инвестиционных решений отодвинут во времени от момента принятия решений и выгоды не гарантированы, то инвестиционные решения всегда обусловлены фактором времени (началом инвестирования и горизонтом инвестирования) и риском.

Чтобы инвестиционное решение состоялось, должно существовать инвестиционное предложение, которое предварительно должно быть проанализировано и для которого должны быть проведены необходимые технические и маркетинговые исследования.

Кроме того, инвестиционное решение зачастую связано с выбором между двумя альтернативами, когда одной и той же цели можно достичь разными средствами.

Инвестиционные решения могут быть стратегическими или тактическими.

Стратегические инвестиционные решения оперируют крупными суммами и могут привести к решительному отказу от той деятельности, которой компания занималась до сих пор. Специфическим свойством стратегических инвестиционных решений является зависимость их результативности от того, как в долгосрочной перспективе будут складываться внешние условия.

Тактические инвестиционные решения обычно связаны с небольшими суммами средств и не означают отказа компании от той деятельности, которой она занималась в прошлом. Последствия тактических инвестиционных решений проявляются и исчерпываются в краткосрочной перспективе.

Инвестиционные решения принимаются в рамках стратегии развития компании.

Инвестиционные решения связаны с использованием капитала, т.е. решением проблем масштаба и структуры инвестирования в активы. Финансовые решения относятся к накоплению капитала, а также его увеличению или уменьшению. Инвестиционные и финансовые решения тесно связаны между собой и должны рассматриваться совместно.

Инвестиционные решения, стимулирующие развитие компании, заключаются в выборе видов и объемов инвестиций в реальные и финансовые активы. Они определяют объекты инвестиций, объемы инвестирования, рынки, на которых осуществлять инвестирование, инвестиционный горизонт, а также график инвестирования.

Инвестиционные решения связаны с временным замораживанием средств, выделяемых на текущее потребление акционеров, руководства и коллектива компании, а также с ожидаемой будущей выгодой, гарантирующей не только возврат инвестированного капитала, но и получение дополнительных средств — компенсаций за риск и время, на которое было заморожено потребление.

Правильность инвестиционных решений и сопутствующие им риски определяют результативность и эффективность реализации стратегии инвестирования. Прежде всего речь идет о стратегических решениях, касающихся направлений инвестирования, т.е. о решениях в области инвестиций в модернизацию или развитие, инвестиций в научно-технический прогресс, инвестиций в улучшение экологии. Показателем точности оценок инвестиционных и финансовых решений считается рыночная стоимость компании и доходы ее акционеров.

Реализация инвестиционных решений предполагает осуществление целенаправленного комплекса мероприятий в области инвестиционной деятельности, определяющее место в которых занимает **инвестиционная политика**.

В западной теории и практике принятия долгосрочных финансовых решений считается, что в соответствии с общими стратегическими направлениями развития компаний, после

польз. №486952; dt: 1569489781, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489791, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

того как базовая стратегия уточнена через функциональные стратегии (в производстве, маркетинге, финансах, инвестициях и др.), последние в свою очередь должны быть реализованы через политику и бюджеты. Значит, являясь формой реализации инвестиционной стратегии, инвестиционная политика должна обеспечивать ее фактическую реализацию. При этом в отличие от инвестиционной стратегии инвестиционная политика формируется только по конкретным направлениям деятельности, требующим обеспечения наиболее эффективного управления для достижения главной стратегической цели компании.

В рамках **инвестиционной стратегии** компании разрабатывается политика:

- управления реальными инвестициями;
- управления финансовыми инвестициями;
- управления инвестиционными рисками;
- формирования инвестиционных ресурсов.

Инвестиционная политика компании представляет собой общее руководство по формированию программы капитальных вложений, отбору инвестиционных проектов и принятию финансовых решений, которые способствуют долговременному укреплению конкурентных преимуществ бизнеса и обеспечивают успешное достижение поставленных целей.

Следование направлениям инвестиционной политики, с одной стороны, страхует менеджеров от принятия неперспективных решений, основанных на требованиях текущего момента, а с другой стороны, показывает, каким образом достигчь целей, отвергая решения, не соответствующие установленным параметрам и ориентирам.

Важнейшими принципами формирования инвестиционной политики компании являются:

- принцип согласованности;
- принцип приоритетности поставленных целей и установленных ориентиров;
- принцип обеспечения уровня эффективности принимаемых инвестиционных решений.

Принцип согласованности предполагает прямую зависимость основных положений инвестиционной политики от содержания инвестиционной стратегии и состояния внутренних и внешних факторов, воздействующих на компанию. При этом инвестиционная политика не должна противоречить положениям прочих функциональных стратегий компании (производства, маркетинга и др.).

Принцип приоритетности поставленных целей и установленных ориентиров позволяет выделять отдельные наиболее значимые для компании в перспективном периоде направления инвестирования, что облегчает процедуру отбора наиболее приемлемых вариантов капитальных вложений и эффективных финансовых инструментов в условиях ограниченности возможностей финансирования.

Принцип обеспечения уровня эффективности принимаемых инвестиционных решений означает необходимость, с одной стороны, предварительного анализа инвестиционных предложений, направлений и условий инвестирования, а также возможных результатов инвестиционной деятельности, а с другой — оценки результативности инвестиционных решений.

Содержание инвестиционной политики компании определяется системой специфических факторов, ряд которых носит основополагающий характер. Так, маркетинговые условия бизнеса во многом определяют инвестиционные решения компании. Комплексную систему организации и управления производственной и хозяйственной деятельностью компании и программу инвестирования, позволяющую создавать и укреплять долговременные конкурентные преимущества компании, определяют: эффективные объемы производства, жизненный цикл продукции, возможности расширения производства и сбыта новой продукции, влияние инвестиций на рыночную долю корпорации и поведение конку-

польз. №486952; dt: 1569489791, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489800, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

рентов, необходимость инновационной деятельности, пределы и интенсивность рекламной компании, политика ценообразования.

Производственные факторы характеризуются состоянием технической базы и уровнем технологического развития компании. Производственные мощности, степень изношенности оборудования, производственная инфраструктура и потенциальные возможности для изготовления качественной и конкурентной продукции определяют величину капитальных вложений в инвестиционные проекты.

Финансовые факторы, определяющие финансовое положение компании, величину внутренних собственных источников финансирования инвестиционной деятельности, привлекательность использования внешних источников инвестиционного капитала, формируют базовые требования к структуре капитала, максимально приемлемому уровню рентабельности и риска, величине используемых для оценки эффективности инвестиций ставок дисконтирования.

Макроэкономические факторы воздействуют на содержание инвестиционной политики компании через экономическую политику государства, законодательное регулирование инвестиционной деятельности, колебания валютного рынка, величину инфляции, изменение процентных ставок на денежном рынке и на рынке капиталов, колебания среднеотраслевых уровней доходности и др.

Социальные факторы (укомплектованность персоналом, его профессиональный и квалификационный уровень, способность менеджеров различного уровня решать поставленные задачи, влияние инвестиций на высвобождение рабочей силы, социально-бытовые условия, безопасность труда и его охрана и пр.) формируют потребность в корректировке отдельных направлений инвестиционной политики.

Важную роль в разработке инвестиционной политики играют специфические цели компании. Их формулирование осуществляется строго в соответствии с главной целью инвестиционной стратегии и общей корпоративной целью, на которую ориентируется руководство компании.

Цели инвестиционной политики должны быть достижимы, представлены конкретными измеримыми показателями, четко сориентированы по времени, иерархически грамотно выстроены и недолжны превышать потенциальные возможности компании.

В ходе разработки инвестиционной политики необходимо устанавливать приоритеты в достижении поставленных целей. Одна из важнейших целей — рост эффективности инвестиционной деятельности — может быть представлена показателями чистой текущей стоимости (NPV), нормы доходности, размера дивидендов на одну обыкновенную акцию, рентабельности собственного капитала (ROE) и др. Задание по достижению требуемых темпов экономического роста, обеспечиваемое в результате осуществления инвестиционной деятельности, характеризуется изменением доли рынка, объема продаж, величины чистых активов предприятия, числа торговых представительств и сервисных центров. Регулирование производственно-экономического потенциала предполагает за счет инвестиций осуществлять изменение величины основных фондов, производственных площадей, оборотных средств, численности персонала, структуры капитала и т.д. Улучшение качественных характеристик продукции требует замены оборудования и технологий, изменения товарного ассортимента. В отдельную группу выделяются цели, связанные с экологическими требованиями (процент снижения выбросов вредных компонентов в окружающую среду) и безопасностью условий труда. Цели развития социально-бытовой сферы предполагают строительство жилых домов, больниц и поликлиник, детских садов, столовых и т.п.

польз. №486952; dt: 1569489800, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489809, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Важнейшим составным элементом инвестиционной политики являются направления инвестирования, которые определяют и позволяют отобрать соответствующие инвестиционные предложения. Так, если целями инвестиционной политики являются перечисленные выше эффективность, экономический рост и производственный потенциал, то их достижение может быть обеспечено за счет инвестирования по следующим направлениям: модернизация машин и оборудования, реконструкция зданий и сооружений, расширение действующего производства. В свою очередь реализация социально-бытовых и экологических целей потребует отдельных инвестиционных мероприятий.

В ходе определения направлений инвестирования в соответствии с целями инвестиционной политики осуществляется распределение планируемых капитальных вложений (в стоимостной оценке) по конкретным инвестиционным мероприятиям. При этом величины инвестиционных затрат по различным направлениям должны быть увязаны между собой.

Важным этапом в разработке инвестиционной политики компании является анализ приемлемых условий осуществления политики капитальных вложений. К их числу относятся: рискованность капитальных вложений (обобщающим показателем риска инвестиционного проекта является коэффициент вариации, а прогнозируемая и нормируемая чувствительность инвестиционного проекта к воздействию систематического риска выражается через величину бета-коэффициента); уровень рентабельности (доходности); срок окупаемости; структура средств финансирования (соотношение собственных и заемных средств финансирования выражается через показатель финансового рычага) и качество денежного потока инвестиционного проекта (величина и интенсивность поступления денежного потока по годам реализации проекта).

По каждому из перечисленных показателей устанавливаются пределы приемлемых для компании значений, соответствие которым позволяет сформировать бюджет капитальных вложений.

Следует различать инвестиционный бюджет и бюджет инвестиционного проекта компании. Инвестиционный бюджет отражает источники средств и объем финансирования, необходимого для реализации конкретных вариантов капитальных вложений (инвестиционных проектов), включенных в инвестиционную программу. Бюджет инвестиционного проекта представляет собой финансовый план (смету), в котором детально представлены притоки и оттоки денежных средств на протяжении всего жизненного цикла инвестиционного проекта. Между общим бюджетом распределения ограниченного инвестиционного капитала и финансовыми планами, разработанными для каждого инвестиционного проекта, должно соблюдаться четкое соответствие.

В процессе формирования бюджета происходит комбинирование инвестиционных проектов. Процедура комбинирования позволяет, во-первых, регулировать уровень общего риска портфеля (за счет минимизации несистематического риска), во-вторых, осуществлять капитальное нормирование (распределять ограниченные финансовые ресурсы в зависимости от наиболее приоритетных целей и направлений среди альтернативных вариантов капитальных вложений), в-третьих, оптимизировать бюджет (производить отбор проектов по уровню предельной цены капитала).

Подобранная комбинация инвестиционных проектов в рамках оптимального инвестиционного бюджета завершает логику и последовательность принятия управленческих решений, связанных с формированием инвестиционной политики компании.

В качестве направлений инвестирования инвесторами рассматриваются две крупные группы инвестиционных активов: реальные и финансовые. Инвестиционными активами

польз. №486952; dt: 1569489809, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489819, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

могут быть недвижимость, оборудование, транспортные средства, имущественные комплексы, ценные бумаги и т.д.

Реальные активы представлены на рынке прежде всего капиталообразующими инвестициями, которым принадлежит особое место в экономике, поскольку они создают материальное богатство общества.

Финансовые активы по сути являются производными от реальных активов. Значительный вес в финансовых инвестициях имеют ценные бумаги. Финансовые инвестиции ввиду высокой ликвидности и относительно низких входных барьеров на рынок для инвестора позволяют реализовывать портфельное инвестирование, т.е. возможность вложения финансовых ресурсов в различные по факторам риска активы. Формирование портфеля предполагает обоснование выбора активов и доли вложения капитала в каждый.

Инвестиционные решения по выбору долей капитала, направляемых на разные инвестиционные активы, называют ***распределением инвестиционных активов***. Распределение активов предполагает постоянный анализ объектов инвестирования с учетом вновь поступающей с рынка информации и оценку инвестиционной привлекательности активов.

Инвестиционная привлекательность активов — понятие субъективное для каждого инвестора. Разные инвесторы, исходя из целей и представлений о развитии экономики, наличия информации и возможностей оказывать влияние на управление потоками выгод от инвестиционного объекта, по-разному оценивают инвестиционную привлекательность активов.

Стратегические инвесторы на качественном уровне оценивают инвестиционную привлекательность активов, усиливающих их стратегическую позицию (новые рынки сбыта, новые технологические процессы и т.п.).

Для **портфельных инвесторов** важны развитие инфраструктуры фондового рынка, защищенность прав собственности, правоприменительная практика.

> 🕮 Главным показателем инвестиционной привлекательности для прямых финансовых инвесторов является потенциал роста стоимости бизнеса объектов инвестиций.
>
> **Специфических инвесторов** — кредиторов и владельцев облигаций — интересуют платежеспособность компаний, привлекающих финансовые ресурсы.

На инвестиционную привлекательность объектов инвестиций на рынке оказывают влияние два основных фактора:

1) недооцененность актива рынком справедливой стоимости объекта инвестирования в текущий момент;
2) потенциал совершенствования объекта инвестирования.

Справедливая стоимость актива — это цена, уравновешивающая спрос и предложение на него на рынке. Формируют цену актива на рынке ожидаемые чистые выгоды в различные периоды, период получения выгод и степень гарантированности их обладания. Чем больше выгод может принести актив и чем более гарантированы прогнозируемые выгоды, тем выше его справедливая цена. Расчет справедливой стоимости может проводиться методом приведения к текущему моменту времени будущих денежных поступлений.

Очевидно, что если инвестиционный актив в настоящий момент времени недооценен, то его приобретение является верным инвестиционным решением. При этом ограничением возможности вхождения в тот или иной объект инвестирования является критерий превышения риска, который у каждого инвестора индивидуален.

польз. №486952; dt: 1569489819, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489825, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Второй фактор — потенциал совершенствования объекта инвестирования. Если инвестор в состоянии реализовать рычаги влияния на стоимость (например, повысить качество управления операционной, инвестиционной деятельностью) или привлечь более дешевый капитал для развития, то покупка инвестиционного объекта является привлекательной операцией. Типичный случай — приобретение неэффективно функционирующих бизнесов, чаще всего убыточных, на грани банкротства, проходящих процедуру внешнего управления или ликвидации. При этом создание инвестиционно привлекательного объекта, который в дальнейшем может быть продан заинтересованному инвестору, происходит через смену менеджмента, реструктуризацию, продажу непрофильных и неиспользуемых активов и формирование более эффективного бизнеса.

В концептуальном плане критерий оценки инвестиционной привлекательности объектов инвестиций нацелен на максимизацию доходности, но при этом важным релевантным условием принятия инвестиционного решения является риск, связанный с инвестированием в конкретный актив.

Традиционно финансовый результат разных направлений инвестирования оценивается в показателе ожидаемой выгоды. Денежные выгоды, получаемые от различных объектов инвестирования, различны. Так, держатель купонной облигации получает фиксированный купонный доход и номинал. Если облигация была приобретена по цене ниже номинала (со скидкой), то кроме купонных выплат держатель фактически получит прирост стоимости капитала. Держатель акции рассчитывает на дивиденды и прирост ее курсовой стоимости. Владелец компании заинтересован в поддержании платежеспособности и финансовой устойчивости компании, наличии свободных денежных потоков, росте стоимости бизнеса и акционерного капитала.

Выбор направлений инвестиционных вложений предполагает оценку возможных вариантов инвестирования проектов с позиций их соответствия целям инвестора и требованиям, предъявляемым к инвестиционным качествам инвестиционного актива. При этом основным правилом принятия решений по инвестированию (правилом магического треугольника инвестиционных качеств) является объединенный критерий вложения средств (инвестирования) «доходность — риск — ликвидность».

Устойчивые зависимости между доходностью, ликвидностью и риском как инвестиционными качествами объектов инвестирования выражаются в том, что, как правило, по мере увеличения доходности возрастает риск вложений и снижается их ликвидность. Соединение в каком-либо активе всех инвестиционных качеств практически невозможно. Поскольку в принципе нет инвестиционных ценностей, обладающих одновременно всеми инвестиционными качествами, у различных объектов инвестиций существует противоречивость объединенного критерия инвестирования «доходность — риск — ликвидность».

Выбор оптимальных форм инвестирования с учетом альтернативности инвестиционных качеств «доходность — риск — ликвидность» предполагает определение допустимых с позиций целей инвестора соотношений этих качеств.

Общая закономерность, отражающая **взаимосвязь между ожидаемой доходностью и риском,** выражается в постулатах:

- более высокая доходность сопряжена с повышенным риском;
- при росте дохода уменьшается вероятность его получения, тогда как определенный минимально гарантированный доход может быть получен практически без риска.

Оптимальность соотношения доходности и риска означает достижение максимума для комбинации «доходность — риск» или минимума для комбинации «риск — доходность». При этом должны одновременно выполняться два обязательных условия:

польз. №486952; dt: 1569489825, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489833, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

1) ни одно другое соотношение доходности и риска не может обеспечить большей доходности при данном или меньшем уровне риска;
2) ни одно другое соотношение доходности и риска не может обеспечить меньшего риска при данном или большем уровне доходности.

Компенсацией принятия инвестиционного риска является «премия за риск», которая выступает как дополнительный доход, требуемый инвестором сверх уровня, который могут принести безрисковые инвестиции.

При оценке реальных инвестиционных проектов это требование может выполняться путем использования для расчетов ставки дисконтирования, равной норме требуемой доходности с учетом премии за риск. Инвестиционный проект будет считаться инвестиционно привлекательным, если величина полученного чистого дохода, приведенного к настоящему времени с использованием данной ставки, будет положительной.

При оценке фондовых инструментов требуемую норму доходности можно определить по модели CAPM (Capital Asset Pricing Model), устанавливающей взаимосвязь между уровнем риска и необходимой нормой дохода.

Взаимосвязь между ожидаемой доходностью и ликвидностью инвестиционного актива выражается в том, что более ликвидным вложениям, как правило, присуща более низкая доходность.

Инвестиционные решения в пользу высоколиквидных объектов инвестирования обеспечивают инвестору большую гибкость маневра в процессе управления инвестициями за счет возможности реинвестирования денежных средств. Менее ликвидные активы определяют требования инвестора к получению дополнительного дохода — премии за счет снижения ликвидности инвестиций. Поскольку риск ликвидности является одним из видов рисков, связанных с инвестированием, чем ниже ликвидность инвестиционного актива, тем выше должен быть размер инвестиционного дохода.

Другой важный критерий принятия инвестиционного решения вытекает из «золотого правила» финансирования. «Золотое правило» финансирования — это научное открытие немецкой экономической школы, уступившей, к сожалению, в континентальной Европе первенство англо-американской финансовой школе.

«Золотое правило» формулирует общие закономерности для эффективного финансирования, называемые справедливым принципом соответствия. Данный принцип устанавливает взаимосвязь между сроками инвестиционных вложений и источниками их финансирования.

В широком смысле экономисты и финансисты континентальной Европы, в том числе и российские, определяют «золотое правило» финансирования через соответствие инвестиционных вложений источникам их финансирования по суммам и срокам. Необходимые для инвестиций финансовые ресурсы должны находиться в распоряжении компании до тех пор, пока они остаются связанными в результате осуществления этих инвестиций. Отсюда долгосрочные вложения (капитальные вложения с длительными сроками окупаемости) целесообразно финансировать за счет долгосрочных источников.

Данное правило имеет особое значение при принятии инвестиционных решений. Из него вытекает, что при прочих равных условиях эффективность инвестирования будет тем выше, чем ниже стоимость источников, используемых для финансирования инвестиций. А это означает необходимость учета структуры источников финансирования, поскольку их стоимость зависит от структуры инвестируемых средств по видам, объемам и срокам привлечения источников финансирования инвестиций. Средневзвешенная стоимость этих источников формирует уровень требуемой доходности инвестиционных вложений, сопо-

польз. №486952; dt: 1569489833, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489840, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ставимый с уровнем доходности, который может быть получен по альтернативным инвестициям.

Справедливости ради следует сказать, что в реальном мире обеспечить соблюдение «золотого правила» финансирования является весьма сложной задачей, поскольку существует противоречивое единство магического треугольника инвестиционных качеств «доходность — риск — ликвидность». Именно эти противоречия, их обострение и разрастание ведут к потере финансового равновесия компании и к банкротству.

9.2. Методы оценки инвестиций

В практическом плане инвестиционное решение представляет собой решение компании о направлении части ее финансовых ресурсов на осуществление определенного вида деятельности, связанной с реальными или финансовыми инвестициями.

Концептуально для обоих типов инвестиций базовые принципы анализа и принятия решений являются одинаковыми и могут быть формализованы в виде нескольких последовательных этапов.

1. Определение бюджета (либо инвестиционных затрат по проекту капитальных вложений, либо расчет цены, которую следует уплатить за приобретение долговой или долевой ценной бумаги).
2. Оценка ожидаемого денежного потока с учетом фактора времени.
3. Анализ риска получения денежного потока.
4. На основе оценки риска выбор приемлемого значения стоимости капитала, что необходимо для построения дисконтированного денежного потока (Discounted Cash Flow, DCF).
5. Построение DCF и расчет его приведенной стоимости.
6. Сравнение приведенной стоимости ожидаемого денежного потока с требуемыми инвестиционными затратами (если приведенная стоимость ожидаемого денежного потока превышает затраты, то инвестиционное предложение следует принять, в противном случае — отвергнуть).

Хотя для реальных и финансовых инвестиций базовые принципы анализа, как уже отмечалось, являются одними и теми же, полезнее в первую очередь сконцентрироваться на реальных инвестициях, которые обычно связываются с капиталовложениями в инвестиционный проект. В условиях острой рыночной конкуренции успех деятельности компании зависит от ее способности принимать решения о проведении рентабельных капиталовложений, согласованных с общей стратегией развития ее бизнеса. Направление ресурсов на финансирование долгосрочных инвестиционных проектов в расчете на получение адекватной прибыли является важнейшим условием обеспечения жизнеспособности и благополучия компании.

Подобные инвестиционные решения, в особенности наиболее крупные, имеющие стратегическое значение, обычно не принимаются экспромтом. Весь процесс — от выработки первоначальной идеи и до окончательного принятия инвестиционного проекта — продолжается достаточно долго. При этом фундаментальное значение для принимаемых компанией инвестиционных проектов имеют численные критерии оценки эффективности инвестиционных проектов.

Инвестиционное решение относительно каждого инвестиционного проекта может рассматриваться в качестве инкрементального действия, т.е. действия, направленного на увеличение значения определенного показателя. В результате принятия инвестиционного решения по реализации выбранного проекта изменяется состояние компании. Инвести-

польз. №486952; dt: 1569489840, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489846, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ционный проект может быть принят либо отвергнут, и разность между этими альтернативными решениями в любой момент времени, выраженная в единицах денежного потока наличных средств (Cash Flow, CF), и должна рассматриваться в качестве критерия оценки проекта.

Инкрементальный (приростной) анализ:

CFпроекта = CFкомпании, реализующей проект – CFкомпании, не реализующей проект.

В настоящее время основными методами, используемыми для оценки инвестиционного проекта, являются:

1) метод чистой текущей стоимости (NPV);
2) метод индекса рентабельности (PI);
3) метод внутренней нормы доходности (IRR).

Данные методы используются в рамках экономического (финансового) подхода к оценке инвестиционных проектов и принятия решения о том, какие из них следует принимать к реализации. *Экономический (финансовый) подход* ориентирован на максимизацию «благосостояния» компании, ее акционеров и рассмотрение риска. Поскольку максимизация благосостояния акционеров является целью компании, а капитальные вложения связаны с эффективным распределением ресурсов, то удачными проектами являются те, которые приносят доход и компании, и ее акционерам.

Метод чистой текущей стоимости (Net Present Value, NPV) основан на сопоставлении первоначально вложенных инвестиций с общей суммой дисконтированных будущих доходов от этих вложений:

$$NPV = \sum_{n=1}^{N} CF_n / (1 + i)^n - I_o,$$

где CF_n — годовые денежные потоки (доходы) от проекта;
N — продолжительность проекта;
I_o — первоначальные инвестиции в проект;
i — коэффициент дисконтирования.

Алгоритм расчета NPV следующий.

1. Рассчитывается приведенная (текущая) стоимость ожидаемых от инвестиционного проекта денежных потоков (доходов), дисконтированная по цене капитала данного проекта.
2. Значения DCF суммируются по годам жизни инвестиционного проекта.
3. Вычисляется текущая стоимость капитальных вложений, требуемых для данного инвестиционного проекта капиталовложений.
4. Из текущей стоимости всех доходов вычитаются текущая стоимость всех капиталовложений; тем самым находится NPV проекта.

Критерий принятия решений методом NPV одинаков для любых видов инвестиций и компаний. Если NPV > 0, то инвестиционный проект следует принять, так как денежный поток генерирует прибыль и после расчетов с кредиторами по фиксированной ставке оставшаяся прибыль накапливается исключительно для акционеров фирмы. Следовательно, если компания принимает проект с положительным значением NPV, то он увеличивает ценность компании и благосостояние его владельцев. Если NPV < 0, то проект следует отвергнуть, так как он уменьшает благосостояние инвесторов и ценность компании. Если NPV = 0, то проект вряд ли будет привлекательным, поскольку благосостояние акционеров

польз. №486952; dt: 1569489846, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489853, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

останется на прежнем уровне, что является недостаточным вознаграждением за участие в проекте. Вместе с тем при реализации проекта с нулевым значением NPV возрастают объемы производства, а увеличение масштабов бизнеса можно рассматривать как положительный результат осуществления инвестиций.

Метод анализа NPV требует информации: о первоначальных затратах на инвестиции; о будущих денежных потоках; об ожидаемом сроке службы инвестиций; о требуемой норме прибыли (ставке дисконтирования). Наибольшую трудность при этом представляет оценка требуемой нормы прибыли. Выбор ставки дисконтирования определяет относительную ценность денежных потоков, приходящихся на разные периоды времени, и поэтому является ключевым моментом при расчете NPV. Ставка, используемая при оценке NPV, должна отражать степень риска инвестиционного проекта и учитывать уровень инфляции.

Метод индекса рентабельности (Profitability Index, PI) использует ту же информацию о дисконтированных денежных потоках, что и метод NPV. Однако PI является относительным показателем и определяет соотношение первоначально вложенных инвестиций и текущей стоимости будущих доходов проекта:

$$PI = \sum_{n=1}^{N} CF_n / (1 + i)^n / I_o.$$

Очевидно, что чем выше PI, тем привлекательнее проект. Если $PI = 1$, то будущие доходы будут равны вложенным средствам, т.е. компания ничего не выиграет от реализуемого проекта (эквивалентно $NPV = 0$). Если $PI > 1$, то проект следует принять как обеспечивающий приемлемый для инвестора уровень доходов на единицу затрат, а если $PI < 1$ — отвергнуть, как неэффективный.

Метод внутренней нормы доходности (Internal Rate of Return, IRR) основывается на определении значения коэффициента дисконтирования, при котором $NPV = 0$. Показатель IRR — это норма прибыли, полученная в результате осуществления проекта, при равенстве текущей стоимости будущих доходов и первоначальных затрат. Нахождение IRR проекта требует решения следующего уравнения:

$$\sum_{n=0}^{N} CF_n / (1 + IRR)^n = 0.$$

Метод IRR представляет процентный доход от инвестиций, а не оценку вклада проекта в благосостояние предприятия. Критерий принятия решений основывается на превышении IRR проекта над требуемой инвестором нормой прибыли.

Экономический смысл показателя IRR для компании состоит в возможности принимать любые решения инвестиционного характера, уровень рентабельности которых не ниже текущего значения показателя стоимости капитала. Уровень стоимости капитала имеет различный экономический смысл для отдельных субъектов хозяйствования. Для инвесторов и кредиторов уровень стоимости капитала характеризует требуемую ими норму доходности на предоставленный в пользование капитал. Для компаний, формирующих капитал с целью его инвестиционного использования, уровень стоимости характеризует удельные затраты по привлечению и обслуживанию используемых финансовых средств, т.е. ту цену, которую они платят за использование капитала.

Критерий IRR сравнивается с показателем средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Если $IRR > WACC$, то проект следует принять; если $IRR < WACC$, то отвергнуть. При $IRR = WACC$ проект является не прибыльным и не убыточным.

польз. №486952; dt: 1569489853, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489859, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Второй подход к оценке инвестиционных проектов в теоретическом фундаменте анализа капитальных вложений называется бухгалтерским. *Бухгалтерский подход* предполагает, что долгосрочный финансовый успех определяется доходностью, а краткосрочный — ликвидностью. Доходность и ликвидность лежат в основе анализа инвестиционных проектов. Доходность характеризует получение прибыли от капиталовложений в проект, и оценка производится на основе показателя *коэффициента эффективности инвестиций* (ARR) или *возврата на инвестицию* (ROI).

Коэффициент эффективности инвестиций определяется как отношение средней балансовой прибыли в год (рассчитывается как сумма годовых доходов, деленная на количество лет жизни проекта) к первоначально вложенному капиталу (или средней величине вложенного капитала в течение срока службы инвестиций).

Коэффициент эффективности инвестиций имеет недостатки. Прежде всего в качестве оценки доходности проекта он использует балансовую прибыль, а не денежные потоки. Размер балансовой прибыли искажают затраты на амортизацию, прибыль или убытки от продажи основных активов и др. К искажениям показателя ARR приводит и исчисление прибыли от инвестиций как средней величины.

Другая проблема связана с использованием в расчетах величины среднего вложенного капитала. Первоначальный вложенный капитал состоит из затрат на создание, покупку и установку основных средств и увеличение оборотного капитала, требуемого на начальном этапе инвестиций. Однако на последнем этапе осуществления проекта вложенный капитал сокращается до остаточной стоимости оборудования плюс оставшаяся часть оборотного капитала. Для определения среднего размера вложенного капитала первоначальные инвестиции и остаточная стоимость капитала суммируются, а затем результат делится пополам. Таким образом первоначальные затраты и остаточная стоимость инвестиций усредняются для отражения стоимости активов, связанных между собой в течение всего срока службы инвестиций. Чем больше остаточная стоимость инвестиций, тем меньше значение ARR. Данная проблема может привести к принятию неправильного инвестиционного решения.

Ликвидность проекта связана с окупаемостью капитальных вложений, и оценка осуществляется по показателю *срока окупаемости* (PP). **Сроком окупаемости** называется промежуток времени, в течение которого будущие денежные потоки достигнут в сумме величины исходных инвестиционных затрат.

Чем быстрее проект может окупить первоначальные затраты, тем лучше. Чем выше ликвидность нужна инвестору, тем короче должен быть срок окупаемости:

$$PP = \min N, \text{ при котором } \sum_{n=1}^{N} CF_n \geq I_o,$$

где N — продолжительность проекта;
CF_n — годовые денежные потоки (доходы) от проекта;
I_o — первоначально вложенный капитал (инвестиции).

Расчет срока окупаемости зависит от равномерности распределения прогнозируемых денежных потоков (доходов) от реализации проекта. В случае равномерных по годам денежных потоков рассчитывается средний срок окупаемости путем деления вложенного капитала на величину годового дохода, обусловленного им. При неравномерных денежных потоках срок окупаемости исчисляется прямым подсчетом числа лет, в течение которых первоначальные инвестиции будут погашены кумулятивным доходом.

У показателя срока окупаемости есть два существенных недостатка. Во-первых, он не принимает во внимание поступления, возникающие после завершения срока окупаемо-

польз. №486952; dt: 1569489859, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489867, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

сти проекта. Этот недостаток отражает краткосрочную ориентацию показателя PP, поэтому его использование в качестве инструмента принятия решений отвергает проекты, рассчитанные на длительный срок окупаемости, и принимает проекты, обеспечивающие быстрый возврат вложенного капитала. Во-вторых, показатель срока окупаемости игнорирует временной аспект стоимости денег. Данный недостаток легко преодолевается использованием дисконтированного срока окупаемости (DPP):

$$DPP = \min N, \text{ при котором } \sum_{n=1}^{N} CF : (1+i)^n \geq I_0,$$

где i — ставка дисконтирования.

Очевидно, что в случае дисконтирования срок окупаемости увеличивается, т.е. всегда DPP > PP. Значит, проект, приемлемый по показателю PP, может оказаться неприемлемым по показателю DPP.

Преимущество показателя DPP над традиционным показателем PP состоит в наличии четкого критерия приемлемости проектов. При использовании DPP проект принимается, если он окупает себя в течение своего срока жизни.

Оба показателя PP и DPP представляют собой вариант расчета «мертвой точки», под которой понимают момент времени, когда кумулятивный денежный поток становится положительным. Расчет стандартного срока окупаемости не предполагает учета стоимости собственного и заемного капитала, напротив, дисконтированный срок окупаемости характеризует тот момент времени, к которому будут возмещены все расходы по привлечению собственных и заемных средств, использованных для финансирования проекта.

Важным достоинством показателя срока окупаемости является то, что он определяет, как долго финансовые ресурсы будут омертвлены в проекте. Таким образом, как уже отмечалось, при прочих равных условиях чем короче срок окупаемости, тем ликвиднее проект. Кроме того, поскольку «дальние» элементы денежного потока рассматриваются как более рисковые по сравнению с «ближними», можно считать, что срок окупаемости дает приблизительную оценку риска инвестиционного проекта.

Критерии, основанные на бухгалтерском подходе к оценке инвестиционных проектов (PP и ARR), являются в большей степени независимыми друг от друга. Взаимосвязи между критериями, основанными на экономическом (финансовом) подходе к анализу и оценке капитальных вложений, намного сложнее.

Критерии NPV, PI и IRR с позиции математики взаимосвязаны, т.е. приводят к одинаковому ответу на вопрос относительно принятия инвестиционного решения по проектам, являющимся экономически независимыми. Для того чтобы один проект был экономически независим от другого проекта, должны выполняться два условия. Во-первых, должна быть техническая возможность осуществить первый проект вне зависимости от того, будет ли принят другой проект. Во-вторых, на чистую прибыль, ожидаемую от первого проекта, не должно влиять принятие второго проекта или отказ от него.

Взаимосвязь между рассматриваемыми критериями по независимым проектам следующая: если NPV > 0, то одновременно IRR > CC и PI > 1; если NPV < 0, то одновременно IRR < CC и PI < 1; если NPV = 0, то одновременно IRR = CC и PI = 1.

Однако NPV, PI и IRR могут дать противоречивые ответы для экономически зависимых инвестиций. Понятие экономически зависимых инвестиций можно углубить. Если инвестиционное решение осуществить второй проект увеличит ожидаемые доходы от первого проекта (или уменьшит затраты на осуществление первого без изменения доходов), то второй проект является *дополняющим* (complement) по отношению к первому. Если реше-

польз. №486952; dt: 1569489867, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489879, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ние принять второй инвестиционный проект уменьшит ожидаемые доходы от первого (или увеличит затраты на осуществление первого без изменения доходов), то второй проект является *заменяющим*, или *субститутом* (substitute) первого инвестиционного проекта. Крайний вариант, когда технически невозможно осуществить оба проекта одновременно или когда осуществление одного из инвестиционных проектов делает невозможным получение денежных доходов от остальных инвестиций, возникают взаимоисключающие инвестиции (mutually exclusive). Взаимоисключающие инвестиции характерны для альтернативных проектов, которые обеспечивают альтернативные возможности использования ограниченного ресурса (только не денежных средств).

9.3. Инвестиционные решения по взаимоисключающим инвестициям

Инвестиционное решение о том, принять или отвергнуть проект по взаимоисключающим инвестициям, требует выбора одного из наиболее используемых на практике методов дисконтированного денежного потока (DCF) — чистой текущей стоимости (NVP) или внутренней нормы доходности (IRR). В реальных ситуациях оценки инвестиционных проектов подобный выбор имеет очень важное значение. В большинстве случаев вопрос об использовании NVP или IRR является отражением только личных предпочтений аналитика. Однако особенности, присущие каждому из методов, и проблемы их применения на практике требуют детального рассмотрения и анализа их сильных и слабых сторон.

Как было показано ранее, метод чистой текущей стоимости (NVP) подразумевает дисконтирование по требуемой ставке доходности всех потоков денежных средств компании, обеспечиваемых инвестиционным проектом, и их последующее суммирование. Правило принятия решения выглядит следующим образом: принимать все проекты, имеющие положительное значение NVP.

Внутренняя норма доходности (IRR) представляет собой ставку дисконтирования, которая, будучи применена к потокам денежных средств генерируемым проектом, обеспечит нулевую NVP. При использовании этого критерия принимаются все проекты, IRR которых превышает заданный уровень доходности.

Инвестиционные решения, принимаемые для взаимоисключающих проектов на основе разных методов, могут оказаться различными.

Среди причин, приводящих к противоречию методов NPV и IRR, две являются основными:

1) масштаб проекта (величина инвестиций по одному проекту больше, чем по другому);
2) интенсивность притока денежных средств (большая часть притока денежных средств по одному проекту осуществляется в первые годы, а по второму — в последние годы).

Компания, сталкиваясь с проблемой масштаба, будет иметь неодинаковые объемы свободных финансовых ресурсов для инвестирования в зависимости от того, какой проект был ею выбран.

Различная интенсивность притока денежных средств делает возможным получение компанией дополнительных возможностей для их рефинансирования. В подобной ситуации большое значение приобретает стоимость капитала, по которой денежные средства могут быть реинвестированы.

1. Масштаб проекта. Альтернативные проекты часто различаются по величине. Проблема масштаба возникает, как только для оценки взаимоисключающих инвестиций начинают пользоваться методом IRR.

польз. №486952; dt: 1569489879, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489887, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Пример.

Предположим, что необходимо выбрать один из двух инвестиционных проектов для компании, чья цена капитала равна 10%. Инвестиционный проект А требует капиталовложений в текущем году в размере 10 млн руб., а в следующем году он принесет денежные доходы в сумме 12 млн руб. Инвестиционный проект Б требует вложить 15 млн руб. в текущем году, а денежные поступления по нему за следующий год составят 17 млн руб.

Проект Б имеет более высокое значение NPV по сравнению с проектом А, однако его IRR меньше. Критерии приводят к разным результатам. Если предположить, что цена капитала постоянна, т.е. компания может привлекать средства в требуемых объемах на условии 10%, тогда следует выбирать проект с большим значением NPV, т.е. проект Б. Денежные потоки инвестиционных проектов А и Б представлены в табл. 9.1.

Таблица 9.1
Денежные потоки инвестиционных проектов А и Б

Инвестиционный проект	Денежные потоки, млн руб.		IRR, %
	нулевой год	первый год	
А	–10	12,0	20
Б	–15	17,7	18
Дополнительные денежные потоки (Б – А)	–5	5,7	14

Важное отличие инвестиционных проектов А и Б состоит в том, что проект Б требует дополнительных вложений в размере 5 млн руб. и обеспечивает дополнительные денежные поступления в сумме 5,7 млн руб. Если разбить проект Б на две составляющие, одна из которых эквивалентна проекту А, а другая представляет собой гипотетический проект, составленный из дополнительных денежных потоков (Б – А), то нетрудно заметить, что новый проект будет иметь NPV > 0, поэтому его следует принять. Следовательно, лучшим проектом является проект Б (см. табл. 9.1).

Рассчитав IRR гипотетического проекта, получим, что IRR дополнительных денежных потоков равняется 14%. Это ценная инвестиционная возможность для компании, которая может привлечь дополнительные средства под 10%. Вложив капитал в проект А, компания сэкономит 5 млн руб., которые при уровне доходности 10% могут принести 5,5 млн рублей. Это меньше, чем 5,7 млн руб., которые можно получить, инвестировав дополнительные 5 млн руб. в проект Б. Значит, проект Б предпочтительнее.

График (рис. 9.1) иллюстрирует, что инвестиционный проект Б предпочтительнее для любой компании, чья стоимость капитала меньше 14%. Если цена капитала компании превышает 14%, то проект А предпочтительнее. Поскольку в нашем случае цена капитала компании равна 10%, это и привело к конфликту между критериями NPV и IRR.

2. Интенсивность притока денежных средств. Противоречие между критериями NPV и IRR может возникать из-за различий в распределении общей суммы притока денежных средств во времени, даже если анализируемые проекты одинаковы по масштабу.

Пример

Предположим, существуют два альтернативных проекта В и Г, для реализации которых требуется одинаковая сумма инвестиций. Денежные потоки по проекту в первом году на 80 млн руб. меньше, но зато во втором году — на 88,75 млн руб. больше, чем у проекта Г.

польз. №486952; dt: 1569489887, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489894, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

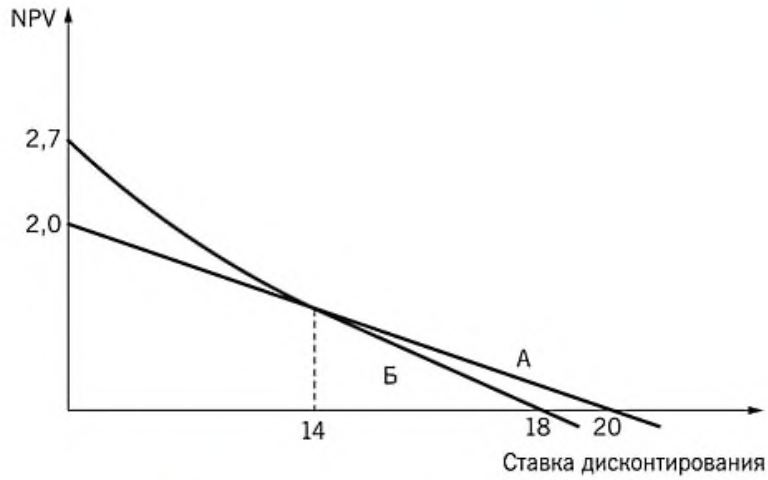


Рис. 9.1. График альтернативных проектов А и Б

При стоимости капитала компании 5% рассматриваемые проекты дают противоречивые результаты: NPV выше у проекта В, а IRR больше у проекта Г. Из-за различия в интенсивности притока денежных средств NPV проекта В превышает NPV проекта Г, а IRR проекта Г выше, чем IRR проекта В.

Денежные потоки инвестиционных проектов В и Г представлены в табл. 9.2.

Таблица 9.2
Денежные потоки инвестиционных проектов В и Г

Инвестиционный проект	Денежные потоки, млн руб.			IRR, %	NPV, млн. руб.
	нулевой год	первый год	второй год		
В	–100	20	120	20	27,89
Г	–100	100	31,25	25	23,58
Дополнительные денежные потоки (В – Г)	0	–80	88,75	10,9	

По существу опять возникла проблема масштаба инвестиций, но в этом случае возможность дополнительных инвестиций появилась годом позже. Создав гипотетический инвестиционный проект, который имеет положительный NPV, можно доказать, что компания теряет возможность увеличения стоимости компании, если принимает проект Г. Следовательно, проект Г следует отвергнуть и принять проект В, несмотря на то что его IRR меньше.

Несложно заметить, что в обоих рассмотренных примерах возникают приростные денежные потоки. Вопрос ценности ускорения притока денежных средств является ключевым в конфликте критериев NPV и IRR при анализе альтернативных инвестиционных проектов. Ценность денежного потока зависит от допустимой доходности, под которую можно реинвестировать приростные денежные поступления ранних лет. Использование критерия NPV предполагает, что доступной процентной ставкой, по которой могут быть реинвестированы поступающие от реализации проекта доходы, является стоимость капитала, тогда как применение критерия IRR означает, что у компании имеются определенные инвестиционные возможности со ставкой, равной IRR. Исходя из заложенной в методе DCF предпосылки, что дисконтирование по критерию NPV выполняется по стоимости капитала, а по критерию

польз. №486952; dt: 1569489894, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489616, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Окончание

Показатель	Период					
	0	1	2	3	4	5
Сценарий 2. ROIC = 10%						
NOPAT		100,00	115,00	132,25	152,09	174,90
FCFF		–50,00	–57,50	–66,12	–76,04	–87,45
EVA		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Сценарий 3. ROIC = 8%						
NOPAT		80,00	92,00	105,80	121,67	139,92
FCFF		–70,00	–80,50	–92,57	–106,46	–122,43
EVA		–20,00	–23,00	–26,45	–30,42	–34,98

Как следует из полученных результатов, в данных условиях положительные денежные потоки от основной деятельности и увеличение стоимости корпорации достигаются только при рентабельности инвестированного капитала, превышающей его стоимость (ROIC = = 20% > WACC). Необходимо отметить, что пока ROIC > WACC, любой положительный темп роста будет приводить к созданию дополнительной стоимости (читателю предлагается убедиться в этом самостоятельно).

При ROIC = WACC = 10% стратегия роста не приводит к созданию стоимости, а операционный денежный поток становится отрицательным и корпорация испытывает дефицит средств, который необходимо покрывать из внешних источников.

В самом неблагоприятном случае (ROIC = 8% < WACC) стратегия роста приводит к ухудшению финансового положения и разрушению стоимости корпорации. При этом даже невысокие темпы роста будут источником серьезных проблем, поскольку из-за отрицательного денежного потока корпорации придется привлекать все больше и больше займов, расплачиваться по которым в условиях денежного дефицита она будет не в состоянии.

Из приведенного примера следует важный вывод — эффективное управление ростом, приводящим к увеличению стоимости корпорации, требует тщательной балансировки и согласования ключевых показателей ее операционной, инвестиционной и финансовой деятельности, поиска разумного компромисса между темпами развития, рентабельностью и финансовой устойчивостью.

Полезным подходом к решению этой весьма непростой проблемы является концепция и модели устойчивого роста корпорации. Под устойчивым обычно понимается такой темп развития, при котором достигнутые или желаемые показатели операционной, инвестиционной и финансовой деятельности остаются неизменными либо удовлетворяют требуемым значениям. При этом денежные потоки корпорации находятся в равновесии, т.е. не остается излишков средств и не образуется их дефицита.

В целях наглядности в процессе рассмотрения данного подхода, а также взаимосвязи показателей EFN, g и ключевых факторов роста будет использоваться следующий пример.

Пример

Корпорация «Б» имеет объем продаж в текущем периоде в 200 млн руб. и планирует увеличить его на 10% в следующем. Показатель капиталоемкости равен 0,9. Все текущие и долгосрочные активы изменяются пропорционально выручке. Объем текущих беспроцентных обязательств равен 20% продаж. Маржа чистой прибыли составляет 5,1%, а коэффициент дивидендных выплат — 40%. Определить потребность в дополнительном внешнем финансировании будущего роста.

польз. №486952; dt: 1569489616, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489910, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Примером нетрадиционных инвестиций без внутренней нормы доходности может служить инвестиционный проект, капитальные вложения в который за второй год составляют 2 млн руб., а денежные поступления в первом и третьем годах равняются соответственно 1 млн руб. и 1,5 млн руб. Такой инвестиционный проект не имеет IRR, но значение его NPV положительно при любой ставке дисконтирования.

Пример нетрадиционных инвестиций с двумя значениями IRR характерен для проекта с денежными доходами в первом году, равными 3,57 млн руб., и капитальными затратами в нулевом году и втором году жизненного цикла, соответственно равными 1,59 млн руб. и 2 млн руб. Такой инвестиционный проект имеет две внутренние нормы доходности: 7,3% и 17,25%.

В реальной жизни нетрадиционные проекты встречаются не столь часто, как традиционные. Их область связана с нефтедобывающей, газовой, угольной промышленностью, атомной энергетикой, где, как правило, возникают значительные отрицательные денежные потоки вследствие высоких затрат на бурение скважин, разработку карьеров, рекультивацию земель, а также на демонтаж оборудования.

Объяснить, почему у инвестиционного проекта возникает несколько значений IRR, и показать, как эту ситуацию можно интерпретировать, поможет пример, приведенный в табл. 9.3.

Таблица 9.3

Денежный поток инвестиционного проекта, млн руб.		
нулевой год	**первый год**	**второй год**
–1,59	3,57	–2,0

Поскольку по определению, IRR денежного потока — это такая ставка дисконтирования, при которой его чистая текущая стоимость (NPV) становится равной нулю, для нахождения IRR следует решить уравнение

$$NPV = \frac{-1,59}{(1+IRR)^0} + \frac{3,57}{(1+IRR)^1} + \frac{-2,0}{(1+IRR)^2} = 0.$$

Получаем два решения:

$$NPV = 0 \text{ при } IRR = 7,3\%;$$
$$NPV = 0 \text{ при } IRR = 17,25\%.$$

Графическое изображение полученных значений IRR приведено на рис. 9.2.

Рассматриваемая серия денежных потоков оправдывает себя при ставках дисконтирования между 7,3% и 17,25%. Значит, проект может быть приемлем, только если стоимость капитала компании составляет величину в данном интервале, а если вне его, то такой проект нельзя рекомендовать.

В подобных ситуациях простой расчет NPV по соответствующей ставке дисконтирования мог бы дать правильный ответ о приемлемости проекта и выборе лучшего, причем удалось бы обойти препятствие, связанное с существованием нескольких норм доходности.

Одним из вариантов решения проблемы множественности критерия IRR является преобразование денежных потоков таким образом, чтобы устранить саму возможность появления нескольких внутренних норм доходности. Такое преобразование возможно в рамках процедуры исчисления модифицированной внутренней нормы прибыли (MIRR).

польз. №486952; dt: 1569489910, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489946, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

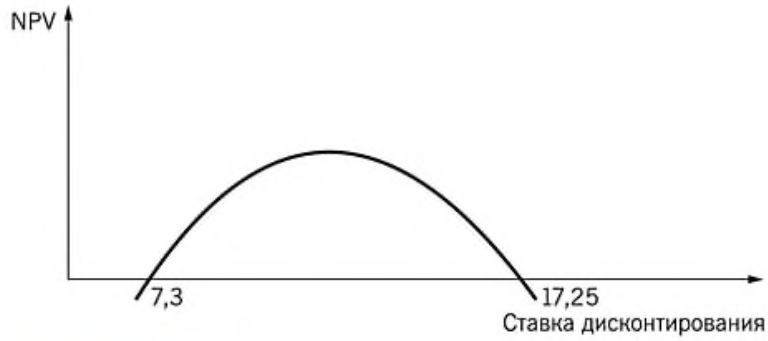


Рис. 9.2. Множественность внутренних норм доходности

Для ее определения сначала рассчитывается суммарная дисконтированная стоимость всех оттоков денежных средств (OF) и суммарная наращенная стоимость всех притоков денежных средств (IF), причем и дисконтирование, и наращение осуществляются по стоимости источника финансирования проекта. Наращенная стоимость притоков называется *терминальной стоимостью*. Далее определяется ставка дисконтирования, уравнивающая суммарную приведенную стоимость оттоков и терминальную стоимость. Данный коэффициент дисконтирования и будет MIRR.

$$\sum_{n=0}^{N} \frac{OF_n}{(1+i)^n} = \sum_{n=0}^{N} \frac{IF_n(1+i)^{N-n}}{(1+MIRR)^n},$$

где OF_n — отток денежных средств в n-м периоде;
IF_n — приток денежных средств в n-м периоде.

Формула имеет смысл, если терминальная стоимость превышает сумму дисконтированных оттоков.

Критерий MIRR, характеризующий эффективность проекта и применяемый вместо критерия IRR, всегда имеет единственное значение, в полной мере согласуется с критерием NPV и может использоваться для оценки независимых проектов. Для альтернативных проектов противоречия между критериями NPV и MIRR могут возникать, если проекты несоизмеримы по масштабу либо имеют разную продолжительность. В этом случае рекомендуется применять критерий NPV.

Еще одна проблема метода IRR обусловлена допущением о реинвестициях. Модель IRR предполагает, что все денежные потоки от осуществления проекта могут быть реинвестированы по ставке IRR. Однако это не реально. Реинвестирование денежных потоков от капитальных вложений будет происходить по сложившейся на рынке инвестиционной процентной ставке, или по ставке дисконтирования, или в соответствии со стоимостью капитала. Поэтому метод IRR преувеличивает доход, который может быть получен от инвестиций. При методе NPV подобных допущений не бывает. Возможность изменять ставку дисконтирования при расчетах, чтобы учесть изменяющиеся инвестиционные условия, делает метод NPV предпочтительнее.

Безусловно, ориентация на единственный критерий NPV также не всегда оправдана. Основной его недостаток в том, что это абсолютный показатель, который не дает информации о резерве безопасности проекта. Любая серьезная погрешность или ошибка в прогнозе денежного потока, в выборе коэффициента дисконтирования таит опасность того, что проект, который ранее рассматривался как прибыльный, окажется убыточным.

польз. №486952; dt: 1569489946, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489953, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Информацию о резерве безопасности проекта дают критерии IRR и PI. При прочих равных условиях чем больше IRR по сравнению со стоимостью капитала, тем больше резерв безопасности. Чем больше значение PI превосходит единицу, тем больше резерв безопасности. С позиции риска можно сравнивать проекты по критериям IRR и PI, но нельзя — по критерию NPV.

Высокое значение NPV также не может служить решающим аргументом при принятии решений, так как оно, во-первых, определяется масштабом проекта, а во-вторых, может быть сопряжено с достаточно высоким риском, и степень риска, присущая этому значению NPV, не ясна.

При расчете NPV инвестиционных проектов существует ряд практических аспектов, которые обязательно должны учитываться. Так, следует принимать во внимание действие налогов, норм амортизации, а также инфляцию.

Нельзя правильно оценить инвестиционный проект, не принимая во внимание вопросы налогообложения. Налоги влияют на NPV проектов, изменяя их денежные потоки. Это происходит потому, что реальные денежные поступления, связанные с осуществлением проекта (доходы и затраты), и амортизация основных фондов, занятых в проекте, оказывают влияние на отчетную прибыль и поэтому изменяют налогооблагаемую базу.

На стоимость денежных потоков влияет также инфляция. Она обычно учитывается в ставке дисконтирования, которая определяет относительную ценность денежных потоков, приходящихся на разные периоды времени, и используется при оценке проектов.

В условиях инфляции инвесторы, пытаясь обезопасить свой капитал, предоставляют его на условиях повышенного процента, тем самым стремятся получить компенсацию за уменьшение покупательной способности будущих денежных потоков. Таким образом, рыночные процентные ставки включают в себя инфляционные ожидания инвесторов.

Процентная ставка, включающая в себя инфляцию, называется **номинальной ставкой** (nominal rate of interest) — именно эта ставка используется на рынке капитала. **Реальная ставка** (real rate of interest) означает процентную ставку при отсутствии инфляции.

Связь между реальной и номинальной ставками можно выразить формулой:

$$RRR = \frac{1 \quad RRR}{1 \quad f} - 1,$$

где RRR_r — реальная ставка;
RRR_n — номинальная ставка;
f — уровень инфляции.

Пример

Менеджеры компании предполагают, что инфляция составит 8%. Устанавливая номинальную требуемую процентную ставку для инвестиционного проекта, менеджеры желают компенсировать инфляционный процесс и получить реальную прибыль 10%.

Рассчитаем номинальную ставку:

$$RRR_n = \{(1 + 0{,}1) \times (1 + 0{,}08)\} - 1,$$
$$RRR_n = 18{,}8\%.$$

Таким образом, номинальная ставка компании составляет 18,8%. Это означает, что она получит реальную прибыль 10% после учета влияния инфляции.

польз. №486952; dt: 1569489953, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489960, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Неправильно просто прибавлять реальную ставку к ставке инфляции. Инфляция оказывает действие множителя, т.е. денежные потоки должны каждый год умножаться на (1 + ставка инфляции), чтобы покупательная способность оставалась на одном уровне.

При расчете NPV инвестиционных проектов важно, чтобы обе ставки (реальная и номинальная) и денежные потоки соответствовали друг другу. Если в качестве ставки дисконтирования используется RRR_n, инфляция увеличивает номинальный объем денежных потоков за срок жизни инвестиционного проекта. Если предполагается, что денежные потоки останутся постоянными в течение срока жизни проекта, следует использовать RRR_r. На практике весьма распространена ошибка, когда используют несовместимые комбинации RRR и денежных потоков, что приводит к неверной оценке NPV.

Метод NPV позволяет принимать правильное решение при сравнительном анализе проектов, имеющих разные сроки жизни. Существуют специальные методы, позволяющие устранить временную несопоставимость (влияние временного фактора), чтобы корректно сравнить их.

1. Метод цепного повтора в рамках общего срока действия проектов. Данный метод предполагает нахождение наименьшего общего кратного сроков действия проектов и возможность возобновления краткосрочного проекта после своего завершения. Последовательность действий при этом следующая:

- находится наименьшее общее кратное сроков действия анализируемых проектов;
- рассматривая каждый проект как повторяющийся, с учетом фактора времени рассчитывается суммарный NPV проектов, реализуемых необходимое число раз в течение сроков действия проектов;
- выбирается тот проект, для которого суммарный NPV повторяющегося потока имеет наибольшее значение.

Данный метод наиболее приемлем, если сроки действия рассматриваемых проектов кратны друг другу.

Однако на практике не редки ситуации, когда инвестиционные ресурсы могут быть реинвестированы бесконечно. Чтобы обеспечить сопоставимость и корректность расчетов для отдаленного во времени периода, когда созданные в результате инвестирования активы достигнут конца своей эксплуатации, необходимо выполнить достаточно сложные вычисления. В таких случаях применяют удобный инструмент упрощения расчетов — *эквивалентный аннуитет*.

2. Метод эквивалентного аннуитета. *Эквивалентный аннуитет* — это стандартный, унифицированный аннуитет, который имеет ту же продолжительность, что и оцениваемый инвестиционный проект, и ту же величину текущей стоимости, что и NPV этого проекта. Последовательность действий в данном методе следующая:

- рассчитывают NPV однократной реализации каждого проекта;
- находят для каждого проекта эквивалентный срочный аннуитет, приведенная стоимость которого в точности равна NPV проекта;
- рассчитывают приведенную стоимость бессрочного аннуитета, предполагая, что найденный аннуитет может быть заменен бессрочным аннуитетом с той же самой величиной аннуитетного платежа;
- выбирают проект, имеющий максимальное значение бессрочного аннуитета.

Эквивалентный аннуитет (EA) рассчитывается по формуле:

$$EA = NPV / PVIFA_{n,i},$$

где $PVIFA_{n,i}$ — текущая стоимость аннуитета ценой в 1 руб. в конце каждого из n периодов при ставке i.

польз. №486952; dt: 1569489960, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489969, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Логика использования эквивалентного аннуитета состоит в том, что если такие аннуитеты определить для всех сравниваемых проектов, то проект, у которого EA будет наибольшим, будет обеспечивать наибольшую величину NPV всех денежных поступлений в условиях, когда все конкурирующие инвестиции будут предполагать бесконечное реинвестирование или реинвестирование до тех пор, пока сроки жизни всех проектов не завершатся одновременно.

Метод эквивалентного аннуитета технически является самым правильным и обычно легок в применении, так как позволяет использовать для расчетов финансовые таблицы и финансовые калькуляторы. Использование такого метода допустимо в случаях, когда сопоставляемые проекты имеют один и тот же уровень риска.

3. Метод, основанный на предположении, что более долгосрочный проект продается до его завершения. Этот метод применяют, если проекты достаточно долгосрочны. Алгоритм метода следующий:

- предполагают, что долгосрочный проект продается в тот момент времени (обычно год), когда заканчивается краткосрочный проект;
- оценивают конечную (продажную) стоимость долгосрочного проекта на момент продажи (срок окончания краткосрочного проекта);
- рассчитывают NPV долгосрочного проекта;
- выбирают проект, имеющий большее значение NPV.

Использование метода NPV дает менеджерам надежный инструмент для выбора среди взаимоисключающих проектов именно того, который в наибольшей мере способствует росту стоимости компании, несмотря на многообразие ситуаций, которые возникают в сфере инвестирования. Это относится к особому классу инвестиционных решений — решений о замене уже имеющихся активов. Один из возможных подходов к принятию такого решения — рассчитать абсолютные денежные потоки для каждой альтернативы и сравнить их. Другой — вычислить, сколько можно сэкономить, если использовать новые активы вместо старых, а затем рассчитать чистую текущую стоимость экономии. Одна из проблем, возникающих в процессе анализа, — ликвидационная стоимость.

Под ликвидационной стоимостью мы понимаем чистую ликвидационную стоимость, т.е. стоимость за вычетом затрат на саму ликвидацию. Следует различать ликвидационную стоимость новых активов, текущую ликвидационную стоимость старых (уже имеющихся) активов и ликвидационную стоимость старых активов в момент окончания физического (полезного) срока службы.

Ликвидационная стоимость влияет на величину как абсолютных, так и относительных денежных потоков. Ликвидационная стоимость новых активов увеличит абсолютные денежные потоки за последний год использования активов, поскольку любой капитал, полученный за счет продажи активов в момент окончания инвестиционного проекта, увеличит денежные потоки за последний период.

Текущая ликвидационная стоимость старых активов и ликвидационная стоимость старых активов в момент окончания физического (полезного) срока службы имеют значение для ситуации замены использованных активов. Если заменить активы сейчас, то их сегодняшняя ликвидационная стоимость увеличит денежные потоки за текущий период (или уменьшит размер необходимых капитальных вложений). Однако если старые активы списать сейчас, то ликвидационная стоимость, которую можно было бы получить в конце полезного срока службы, будет потеряна. Следовательно, относительные денежные потоки за последний период уменьшатся, поскольку сумму, равную ликвидационной стоимости, в этот момент не удастся получить.

польз. №486952; dt: 1569489969, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489974, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Текущая ликвидационная стоимость старых активов увеличит абсолютные денежные потоки за текущий год (уменьшит денежные расходы) в случае покупки новых активов. Ликвидационная стоимость старых активов в момент окончания физического (полезного) срока эксплуатации увеличит денежные потоки за данный год (ликвидационная стоимость будет получена в случае, если замену не производили). Данный приток денежных средств является абсолютным денежным потоком для инвестиционного решения по продолжению эксплуатации старых активов.

Если денежные потоки, связанные с ликвидацией активов, относительные, то следует рассчитывать денежные потоки, возникающие при покупке новых активов, за вычетом денежных потоков, которые возникли бы в случае продолжения эксплуатации старых активов.

Для анализа абсолютных денежных потоков нескольких альтернатив следует рассчитать, какие денежные потоки возникнут, если будут оставлены старые активы, а также какие денежные потоки появятся при покупке новых активов.

Пример

Ликвидационная стоимость эксплуатируемого в настоящее время оборудования 2000 тыс. руб. Через 5 лет оборудование станет физически непригодно к эксплуатации и его ликвидационная стоимость составит 300 тыс. руб. Новое оборудование к моменту его ожидаемого окончания службы, т.е. через 10 лет, будет иметь ликвидационную стоимость 500 тыс. руб.

Денежные потоки от ликвидационной стоимости эксплуатируемого оборудования приведены в табл. 9.4.

Таблица 9.4

Денежные потоки от ликвидационной стоимости	Нулевой год	Пятый год	Десятый год
Абсолютные денежные потоки:			
для инвестиционного решения по продолжению использования старого оборудования	—	300	—
для инвестиционного решения по покупке нового оборудования	2000	—	500
Относительные денежные потоки для замены оборудования сегодня	2000	(300)	500

Текущая ликвидационная стоимость старых активов и будущая ликвидационная стоимость новых активов повлияют на денежные потоки для варианта покупки новых активов. Ликвидационная стоимость старых активов к моменту окончания срока их службы повлияет на денежные потоки для варианта продолжения эксплуатации старых активов.

Пример

Обоснование инвестиционного решения о замене активов приведено в табл. 9.5.

Текущая стоимость затрат без замены активов (за 10 лет, при ставке дисконтирования 10%):

$$400 \text{ млн руб.} \times 6{,}1446 = 2457{,}84 \text{ млн руб.}$$

польз. №486952; dt: 1569489974, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489980, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Стоимость замены активов:

380 млн руб. × 6,1446 + 180 млн руб. = 2514,948 млн руб.

Затраты при замене активов выше, чем затраты при отказе от замены. Поэтому нет необходимости анализировать стоимость приобретения новых активов и остаточную стоимость старых активов.

Рассчитаем текущую стоимость чистой экономии (выгоды от замены активов):

(400 млн руб. – 380 млн руб.) × 6,1446 – 180 млн руб. = –57,108 млн руб.

И в этом случае замена активов не выглядит привлекательной.

Предположим, что через 10 лет ликвидационная стоимость новых активов составит 10 млн руб. Ликвидация новых активов увеличит денежные потоки за последний год.

Если ожидаемая ликвидационная стоимость старых активов на сегодняшний момент равна 35 млн руб., тогда чистая стоимость замены старых активов будет составлять всего 145 млн руб. (180 млн руб. — 35 млн руб.). При условии положительной величины ликвидационной стоимости старых активов через 10 лет необходимо уменьшить величину экономии последнего года на величину ожидаемой ликвидационной стоимости на конец десятого года (поскольку произошла замена активов, то никакой ликвидации старых активов в десятом году не будет).

Таблица

Показатель	Старые активы	Новые активы
Стоимость новых активов, млн.руб.	220	180
Остаточная стоимость, млн.руб.	80	—
Прогнозируемый остаточный срок эксплуатации (нулевая ликвидационная стоимость сейчас и через 10 лет), лет	10	10
Стоимость эксплуатации в год, млн. руб.	400	380

Особый случай — оценка взаимоисключающих инвестиционных проектов, которые вообще не сопровождаются денежными поступлениями. Например, при реконструкции организации правильный подход к выбору системы обогрева заводских цехов (водяная либо электрическая) или типа осветительных приборов (лампы накаливания либо дневного освещения) лежит в плоскости сравнения затрат. Наиболее дешевый проект и должен рассматриваться как привлекательный.

Метод сравнения затрат при оценке эффективности взаимоисключающих альтернатив может быть весьма актуальным в условиях рационального использования ограниченных инвестиционных ресурсов. Кроме того, он имеет особое значение для бюджетной сферы, организаций коммунальных услуг, неприбыльных организаций.

9.4. Оценка эффективности инвестиций и разработка бюджета инвестиций в реальные активы

Использование показателя чистой текущей стоимости (NPV) является единственным верным способом объективной (количественной) оценки инвестиционных проектов. Данный способ наилучшим образом отражает потенциальную доходность инвестиционного проекта и наиболее полно соответствует долгосрочным интересам акционеров.

польз. №486952; dt: 1569489980, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489986, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Благосостояние акционеров максимизируется в том случае, если компания принимает все инвестиционные предложения, имеющие положительную величину NPV. Осуществление инвестиционных проектов, обеспечивающих норму прибыли, превышающую альтернативную рентабельность использования капитала, т.е. доходность, которую могли бы получить акционеры при инвестировании в другой проект с тем же уровнем риска, подразумевает наличие достаточного капитала, доступного для финансирования инвестиций. Поскольку в реальной жизни компании не имеют возможности осуществлять все инвестиционные проекты, обеспечивающие положительную величину NPV, возникает необходимость определения набора инвестиционных проектов, обеспечивающих наибольшую чистую текущую стоимость для акционеров.

Проблема рационирования капитала порождает инвестиционные ограничения, которые возникают как по капиталу в денежной форме, так и по другим видам ресурсов (например, квалифицированная рабочая сила, величина оборотного капитала, рабочее время менеджеров).

Рационирование капитала может возникать либо из-за невозможности получения компанией необходимых средств по рыночной процентной ставке, либо вследствие внутренних финансовых ограничений, налагаемых ее руководством. Ограничения, налагаемые извне, называют «жестким» рационированием, а ограничения, налагаемые изнутри компании, — «мягким» рационированием.

Практика показывает, что обычно ограничения капитала возникают изнутри, а не налагаются извне. Причинами «мягкого» рационирования, как правило, являются ограничения на внешние заимствования, установление предельных значений расходования средств для структурных подразделений компании (формирование ежегодных бюджетов капиталовложений), неприятие риска и отбор лишь высокорентабельных проектов, осуществление политики стабильного роста, а не спонтанного развития.

В связи с бюджетными ограничениями отбор проектов для реализации связан с процедурой оптимизации бюджета капитальных вложений.

Если компания следует политике оптимизации бюджета, она осознанно отказывается от возможности максимально нарастить свой капитал в результате доступной инвестиционной деятельности. Избегая привлечения внешнего финансирования (облигационные займы, эмиссия акций, кредиты банков), опасаясь потери контроля в управлении, высокой доли заемных средств в структуре капитала, компания ограничивает темпы расширения своей деятельности, что не может не отразиться на росте богатства компании и ее акционеров.

Процесс принятия инвестиционного решения в условиях рационирования капитала связан с отбором проектов, обеспечивающих максимизацию суммарного NPV. При этом пользуются методами линейного программирования. Линейное программирование — это метод, пришедший из области операционных исследований и подразумевающий обычно использование вычислительной техники. С помощью этого метода можно вычислить оптимальные решения (т.е. решения, являющиеся наилучшими для данного варианта проблемы), когда цель (максимизация NPV) должна быть достигнута при соблюдении определенных условий (например, нормирование капитала). Если в отборе участвует не слишком много проектов, финансовый менеджер может просто перебрать все возможные совокупности проектов, которые удовлетворяют наложенному на бюджет ограничению, а затем выбрать совокупность инвестиционных проектов с наибольшим суммарным NPV.

В реальной ситуации отбор проектов осложняется рядом факторов. Во-первых, фактор риска. При принятии решения следует делать допущение о том, что все проекты являют-

польз. №486952; dt: 1569489986, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569489993, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ся одинаково рисковыми и, следовательно, имеют одинаковую стоимость капитала. Если отказаться от этого условия и при этом число проектов настолько велико, что нельзя провести отбор вручную, достичь оптимального решения практически невозможно, так как в настоящее время нет компьютерных программ эффективной работы с проектами различной степени риска.

Во-вторых, фактор временной оптимизации. Простейший вариант рационирования капитала возникает в случае, если финансовые ограничения устанавливаются на один период. В течение этого периода сумма средств, выделенных на инвестирование, превращается в ограничивающий фактор. Оптимизация бюджета достигается при этом сравнительно легко. Однако на практике ограничения распространяются обычно на несколько периодов. В связи со множественностью периодов задача рационирования капитала становится более сложной и требует учета ограничений в течение сразу нескольких периодов. Поскольку финансовые источники, которые будут использованы в будущем, частично формируются за счет поступлений от ранее осуществленных инвестиций, ограничения по объему капитальных вложений в каждом последующем периоде зависят от инвестиций, сделанных в предыдущем периоде. Для решения многопериодной проблемы такого рода необходима информация об инвестиционных возможностях и доступности финансовых средств не только в текущем периоде, но и в будущих периодах. Кроме того, надо иметь в виду, что подлежащая максимизации величина NPV совокупности проектов в этом случае является суммой дисконтированных значений NPV каждого периода в пределах анализируемого временного горизонта.

9.5. Оценка эффективности инвестиций в финансовые активы

Финансовые инвестиции представляют собой вложение капитала в различные финансовые инструменты. Объектами финансовых инвестиций являются следующие активы:

- банковские депозитные вклады;
- иностранные валюты;
- объекты тезаврации (драгоценные металлы, камни, предметы искусства, старины и др.);
- ценные бумаги.

Инвестиции в финансовые активы осуществляются с целью либо прироста стоимости, либо получения текущего дохода, при этом не предполагается их использование для производства товаров или услуг. Эмиссия корпорациями ценных бумаг, привлечение средств на банковские депозиты служат способами генерирования инвестиционного капитала с последующей целью вложения средств в реальные инвестиционные активы и формируют один из каналов поступления капитала в сферу реальных инвестиций. Поэтому можно отметить, что роль финансовых инвестиций вторична по отношению к реальным.

Стоимость финансового актива, как правило, представляет собой стоимость имущественного права его владельца. Объем и содержание имущественных прав, составляющих финансовый актив, определяют его стоимость, потенциальную доходность и риск для инвестора. Рассмотрим основные виды финансовых активов с позиции их имущественных прав и потенциальных выгод для инвестора.

Как уже отмечалось, к основным видам финансовых активов относятся: ценные бумаги, банковские вклады, иностранные валюты и объекты тезаврации.

Основными объектами финансовых инвестиций являются ценные бумаги — им мы уделим особое внимание далее.

польз. №486952; dt: 1569489993, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490001, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Банковские вклады являются одним из самых простых и достаточно распространенных видов финансовых активов, особенно среди частных инвесторов.

Варианты инвестирования различны и определяются условиями, установленными конкретным банком для разных видов депозитных вкладов. Инвестор получает процентный доход, заранее известный, по истечении установленного срока; некоторые вклады предусматривают возможность их пополнения и увеличения инвестируемой суммы, по ряду депозитов существует возможность получения процентов в определенные периоды до окончания срока действия договора.

Однако такие инвестиции отличает низкая ликвидность — условия стандартного депозитного договора не предполагают преждевременного изъятия средств до истечения срока договора. При досрочном расторжении договора инвестор теряет доход, накопленный за период инвестирования, — как правило, доход выплачивается по минимальной, установленной банком ставке. Именно низкая ликвидность снижает привлекательность банковских вкладов по сравнению с другими объектами финансовых инвестиций — например, по сравнению с ценными бумагами.

Риски таких инвестиций могут быть различными:

- риск невозможности выполнения банком обязательств перед вкладчиком. В Российской Федерации частные инвесторы защищены от данного вида рисков государственной системой страхования вкладов при инвестициях до 1200 тыс. руб., однако на юридических лиц такая гарантия не распространяется;
- при росте процентных ставок на рынке возникает риск невозможности более выгодного размещения средств из-за низкой ликвидности ранее осуществленных инвестиций в конкретный банковский депозит;
- риск потери дохода — при необходимости досрочного изъятия средств.

Инвестиции в иностранную валюту могут принести инвестору доход в виде курсовой разницы при росте курса валют. Помимо спекулятивных целей инвестиции в иностранные валюты могут осуществляться для страхования (хеджирования) валютных позиций — активов и обязательств, выраженных в иностранной валюте. Такие инвестиции могут осуществляться путем открытия банковского счета в иностранной валюте, покупки наличной валюты или путем покупки-продажи валютных фьючерсов, опционов или свопов.

Инвестиции в иностранную валюту при благоприятном стечении обстоятельств (росте курса валюты и постоянном спросе на нее) являются достаточно доходным и ликвидным объектом инвестирования. Однако нельзя исключать рисковые ситуации, связанные с неблагоприятным для инвестора изменением валютных курсов (падение курса валюты), а также высокие издержки, связанные с приобретением редких в обращении в конкретной стране иностранных валют, которые представляются инвестору эффективными с позиции инвестирования.

Объекты тезаврации также являются объектом финансового инвестирования. Они включают в себя драгоценные камни, металлы, предметы коллекционного спроса (антиквариат, произведения искусства); наиболее популярными из перечисленных объектов являются драгоценные камни — золото, платина, палладий, причем инвестиции могут осуществляться как в виде покупки мерных слитков или монет, так и путем открытия металлических счетов в банках. Основной целью инвестирования в такие активы является прирост их стоимости с течением времени — однако именно эта цель предполагает низкую ликвидность выбранных активов. Необходимо также учитывать, что при тезаврационных инвестициях могут возникать высокие издержки на содержание и хранение приобретенных активов. Кроме того, существует риск снижения стоимости активов, что приведет

польз. №486952; dt: 1569490001, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490008, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

к снижению или потере доходов инвестора или даже к частичной или полной потере инвестированного капитала.

Риск инвестиций в облигации ниже аналогичных вложений в акции. Это связано с тем, что:

1) доход по облигации более предсказуем и определен, чем по другим видам ценных бумаг — эмитент в любом случае обязан выплатить владельцу облигации сумму основного долга и доход, невыплата которых может угрожать эмитенту банкротством;

2) при ликвидации общества держатели облигаций имеют преимущественное право на удовлетворение своих требований по сравнению с держателями акций.

Многообразие облигаций различных сроков, доходностей и кредитного качества позволяет инвестору широко диверсифицировать свои вложения.

Доход инвестора по акциям может быть получен в виде:

- прироста курсовой стоимости акций (как разница между ценой продажи и ценой покупки акции);
- дивидендов.

> В соответствии со ст. 43 НК РФ дивиденд определяется как любой доход, полученный акционером от организации при распределении прибыли, остающейся после налогообложения, по принадлежащим акционеру акциям.

Как уже отмечалось, доход в виде дивидендов по обыкновенным акциям непосредственно связан с результатами работы акционерного общества и эффективностью использования его активов. Поэтому риски держателей обыкновенных акций выше, чем при инвестициях в привилегированные акции. При этом, несмотря на схожесть привилегированных акций и облигаций, инвестиции в привилегированные акции являются более рискованными, чем вложения в облигации, поскольку в случае банкротства эмитента держатели облигаций имеют преимущественное право на удовлетворение своих претензий перед держателями привилегированных акций[1].

Акция является одним из самых распространенных и популярных среди инвесторов видов финансовых активов. Многообразие эмитентов акций различного характера и масштаба деятельности, принадлежности к отрасли и региону дает инвестору возможности выбора оптимального варианта финансового инвестирования. Инвестиционный портфель, состоящий из акций и облигаций, является классическим и широко распространенным в теории и практике инвестирования.

Следует отметить, что **вексельный рынок** является достаточно сложным и узкоспециализированным сегментом финансового рынка. Векселя опосредуют коммерческий кредит и служат средством платежа, поэтому инвестирование с целью получения дохода может осуществляться только в переводные векселя. Доходом по векселю может быть сумма процентов и (или) дисконта, получаемая при покупке или учете векселей. Учет векселей осуществляется кредитными организациями и состоит в покупке у векселедержателя векселя до наступления срока платежа с дисконтом от номинала. Дисконт устанавливается банком в зависимости от срока до погашения, кредитного качества векселедателя и нормы прибыли, получаемой банком от этой операции.

Инвестирование в векселя не является распространенным на финансовых рынках; основными инвесторами в эти бумаги являются коммерческие банки и инвестиционные компании. Причина низкой инвестиционной привлекательности векселя состоит в юридической сложности процедуры обращения, а также в дополнительных затратах на проверку

[1] ГК РФ. Ст. 855.

польз. №486952; dt: 1569490008, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490013, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

подлинности бланков векселей. Поскольку вексель, как неэмиссионная ценная бумага, не подлежит обязательной регистрации государством, существует риск покупки поддельного или недействительного векселя.

Экономическая сущность **депозитного и сберегательного сертификатов** выражает отношения банковского вклада, внесенного инвестором, и его права на получение в этом банке по истечении установленного срока суммы вклада и причитающихся по нему процентов.

Депозитный сертификат может быть выдан только юридическому лицу, а сберегательный сертификат — физическому. Сертификат является документарной ценной бумагой с обязательными реквизитами. По российскому законодательству, депозитный сертификат может быть выпущен на срок до 1 года, сберегательный — на срок до 3 лет. Право выписывать сертификаты принадлежит только банку[1]. Основным преимуществом, которым обладают банковские сертификаты по сравнению с обычным договором вклада, является их более высокая ликвидность. Так, банковский сертификат может быть обменен на деньги до истечения срока погашения вклада без потери начисленных процентов за период владения сертификатом. Соответственно депозитный сертификат может быть использован корпорациями для краткосрочных высоколиквидных инвестиций.

Обладая большей ликвидностью, депозитный и сберегательный сертификаты представляют собой более привлекательные финансовые активы, чем банковские депозитные вклады, оформленные договорами. Следовательно, пониженные риски приводят к более низким процентным ставкам, выплачиваемым в качестве дохода по этим ценным бумагам. Кроме того, как уже отмечалось, эмитентом сертификатов может быть только кредитная организация, что повышает их надежность по причине высокого уровня надзорных операций со стороны Банка России.

Инвестиционный пай — это именная, бездокументарная, безноминальная ценная бумага, удостоверяющая долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом[2]. Инвестиционный пай образуется при формировании имущества паевого инвестиционного фонда.

При инвестировании в паи того или иного фонда следует прежде всего обращать внимание на цели создания фонда и активы, в которые планируется инвестировать сформированное имущество ПИФ. Во многом именно это будет определять рискованность и потенциальную доходность вложений. Так, выделяют следующие категории фондов: фонд денежного рынка, фонд облигаций, фонд акций, фонд смешанных инвестиций, фонд прямых инвестиций, фонд особо рисковых (венчурных) инвестиций, фонд фондов, рентный фонд, фонд недвижимости, ипотечный фонд, индексный фонд, кредитный фонд, фонд товарного рынка, хедж-фонд[3].

Каждая из перечисленных категорий фондов имеет нормативные значения в отношении состава и структуры активов, в которые могут осуществляться вложения указанных фондов. Наиболее рисковые фонды, к которым относятся фонды прямых инвестиций, ипотечные фонды, фонды особо рисковых (венчурных) инвестиций, рентные фонды, фонды

[1] ГК РФ, ст. 844.

[2] Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах», ст. 14.

[3] Приказ ФСФР России от 20 мая 2008 г. № 08-19/пз-н «Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов».

польз. №486952; dt: 1569490013, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490021, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

недвижимости и кредитные фонды, могут относиться только к закрытому типу ПИФов; хедж-фонды и фонды товарного рынка могут быть только закрытыми и интервальными.

Инвестициям в инвестиционные паи присущи следующие риски:

- риск потери стоимости пая; поскольку стоимость пая напрямую зависит от стоимости активов паевого инвестиционного фонда, величина этого риска определяется рискованностью тех активов, инвестирование в которые осуществлено;
- риск невыплаты промежуточного дохода от управления; характерен для ПИФов закрытого типа.

Большое количество категорий фондов создает большие инвестиционные возможности для оптимальной диверсификации инвестиций.

Закладная — это именная ценная бумага, удостоверяющая права ее владельца в соответствии с договором об ипотеке (залоге недвижимого имущества) на получение денежного обязательства или указанного в нем имущества[1]. Закладная — это документарная ценная бумага, содержащая набор обязательных реквизитов, без которых она недействительна.

Закладная опосредует отношения по получению кредитных ресурсов и залога недвижимого имущества по полученным ресурсам. Закладная выпускается и выдается первоначальному держателю (залогодержателю) органом государственной регистрации договора об ипотеке. Выпуск закладной неразрывно связан с наличием договора об ипотеке; без ипотечного договора закладная существовать не может.

Закладная является ликвидной ценной бумагой, т.е. ее можно реализовать новому залогодержателю. Передача прав по закладной осуществляется путем индоссамента — передаточной надписи. Таким образом, новый держатель получает право требовать возврата основной суммы долга и процентов по выданному залогодателю ипотечному кредиту.

Для инвестиций в закладные основным видом риска является кредитный риск, связанный с невыплатой суммы процентов и основной суммы долга должником по ипотечному кредиту. В случае реализации кредитного риска держатель имеет право на получение имущества, находящегося в залоге по ипотеке. Однако это ведет к возникновению риска ликвидности, который будет присущ уже не закладной, а полученному имуществу.

Коносамент — это ценная бумага стандартной формы, принятой в международной практике, на перевозку груза, которая удостоверяет его погрузку, перевозку и право на получение[2]. Коносамент бывает на предъявителя и ордерный. Как правило, коносамент используется для страхования рисков грузополучателя. Теоретически коносамент может быть передан другому лицу, которое приобретет соответствующие права по коносаменту. Коносамент, как и вексель, может быть реализован с дисконтом от номинальной стоимости. Тем не менее в качестве инвестиционного актива в РФ коносамент практически не используется.

Складское свидетельство — это ценная бумага, удостоверяющая принятие товара на хранение по договору складского хранения[3]. При этом ценной бумагой является само двойное складское свидетельство, обе его части — складское свидетельство и залоговое свидетельство, и просто складское свидетельство. Простое складское свидетельство передается путем вручения. Обе части двойного складского свидетельства передаются вместе или порознь путем индоссамента. Каждая из этих ценных бумаг обладает соответствующими правами. В России обращение складских свидетельств практически отсутствует.

---

[1] Федеральный закон от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)», ст. 13.

[2] ГК РФ, ст. 142.

[3] ГК РФ, ст. 912.

польз. №486952; dt: 1569490021, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490031, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Чек является платежным средством и не предполагает получения ни текущего дохода, ни дохода от прироста стоимости[1]. Поэтому эту ценную бумагу как объект финансового инвестирования мы не рассматриваем.

Большую роль на финансовых рынках в последнее время стали играть производные финансовые инструменты, к основным из которых относят: фьючерсы, опционы и свопы.

Фьючерсный контракт — стандартный биржевой договор купли-продажи биржевого актива через определенный срок в будущем по цене, установленной в момент заключения сделки.

Опцион — биржевой контракт, в соответствии с которым одна сторона — покупатель опциона приобретает право купить или продать какой-либо актив по установленной цене в будущем, а другая сторона — продавец обязуется продать или купить этот актив. Покупатель опциона уплачивает продавцу денежную компенсацию, называемую премией.

Своп — договор обмена базовыми активами и (или) платежами на их основе в течение установленного периода, в котором цена одного из активов является фиксированной, а цена другого — переменной, либо обе цены — переменные.

Сочетание различных вариантов производных финансовых инструментов дает инвесторам бесчисленное множество комбинаций инвестиционных портфелей, риск которых может быть полностью нивелирован, а доходность при этом может превышать среднерыночную.

Отметим, что среди всех рассмотренных видов ценных бумаг, обращающихся на финансовом рынке в Российской Федерации, самыми популярными, распространенными и востребованными объектами финансовых инвестиций являются акции и облигации, их разнообразие дает инвесторам (как физическим лицам, так и корпорациям) большие возможности для оптимизации своих инвестиций и максимально полного достижения целей инвестирования.

9.6. Портфельное инвестирование

При осуществлении инвестиционной деятельности инвесторы неизбежно оказываются в ситуации выбора объектов инвестирования для наиболее полного достижения поставленных перед собой целей. Большинство инвесторов при размещении средств обычно выбирают несколько инвестиционных активов, зачастую с различными инвестиционными характеристиками. Такой набор активов образует **инвестиционный портфель** — совокупность объектов инвестирования, выбранных инвестором для реализации его инвестиционных целей. Целенаправленный подбор таких объектов представляет собой процесс формирования инвестиционного портфеля, а инвестирование посредством создания инвестиционного портфеля называют **портфельным инвестированием**.

> Основная задача портфельного инвестирования — создать оптимальные условия инвестирования, обеспечивая при этом портфелю инвестиций такие инвестиционные характеристики, достичь которых невозможно при размещении средств в отдельно взятый объект.

В процессе формирования портфеля путем комбинирования инвестиционных активов достигается новое инвестиционное качество: обеспечивается требуемый уровень дохода при заданном уровне риска.

[1] ГК РФ, ст. 877.

польз. №486952; dt: 1569490031, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490034, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Разными инвесторами в зависимости от их целей и инвестиционных предпочтений могут быть сформированы различные инвестиционные портфели. В частности, инвесторы различаются направлениями основной деятельности и могут быть индивидуальными или институциональными, формируя специфические для их деятельности инвестиционные портфели.

Институциональный инвестор — это юридическое лицо, выступающее в роли держателя денежных средств (в виде взносов, паев) и осуществляющее их вложения в ценные бумаги, имущество, имущественные права с целью получения прибыли. К институциональным инвесторам относятся так называемые финансовые посредники: кредитные организации (банки), страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды и прочие структуры, составляющие финансовый сектор экономики. Перечисленные организации осуществляют портфельные инвестиции в соответствии с целевой направленностью своей деятельности. Так, пенсионные фонды формируют портфели для размещения пенсионных резервов и пенсионных накоплений, страховые компании посредством портфельного инвестирования размещают страховые резервы и т.п.

Индивидуальные инвесторы в процессе своей инвестиционной деятельности также формируют инвестиционные портфели, правда, их цели при этом отличаются от целей институциональных инвесторов. В отечественной экономической литературе индивидуальный инвестор определен как «юридическое или физическое лицо, либо объединение юридических и физических лиц, либо органы государственного и местного самоуправления, осуществляющие инвестиции, как правило, для развития своей основной деятельности, для достижения собственных целей и решения конкретных задач социально-экономического характера»[1]. Соответственно все названные лица могут формировать свои инвестиционные портфели.

Если для физических лиц целью формирования инвестиционных портфелей является, как правило, размещение временно свободных денежных средств для получения дохода, то организации нефинансового сектора экономики формируют инвестиционные портфели либо в процессе основной деятельности — как правило, это портфели реальных инвестиционных проектов, либо с целью более эффективного использования временно свободных денежных средств — портфели финансовых инвестиций. Портфелями индивидуальных инвесторов зачастую профессионально управляют институциональные инвесторы.

При формировании инвестиционного портфеля, как и при осуществлении инвестиционной деятельности, корпорация как инвестор чаще всего стремится к получению дохода, действуя при этом в рамках приемлемого для него уровня риска.

Доход же может быть получен как в форме текущих выплат (дивидендов, процентов) или прибыли от реализации инвестиционных проектов, получаемых периодически в течение периода инвестирования, так и в виде прироста стоимости приобретаемых активов.

В общем виде **цели портфельного инвестирования** могут быть следующими:

- получение текущих доходов (доходность);
- получение дохода в виде прироста курсовой стоимости входящих в состав портфеля активов (рост вложений);
- достижение определенного уровня риска;
- поддержание ликвидности (возможность быстрой и без существенных потерь в стоимости реализации активов).

Проведем классификацию инвестиционных портфелей по ряду признаков и выделим отдельные типы портфелей. Тип портфеля будем рассматривать как его обобщенную харак-

[1] Инвестиции : учебник ; отв. ред. В.В. Ковалев, В.В. Иванов, В.А. Лялин. 2-е изд., перераб. и доп. М. : ТК Велби ; Проспект, 2008. С. 24.

польз. №486952; dt: 1569490034, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490042, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

теристику, исходя из определяемых инвестором целей его формирования и включаемых им в портфель объектов инвестирования.

Начнем с характеристики различных типов портфелей, исходя из перечисленных целей их формирования, в качестве классифицирующих признаков используем ожидаемые уровни дохода, риска, ликвидности портфеля.

В зависимости от типа получаемого дохода выделяют портфели роста и портфели дохода.

Портфели роста формируют из активов, которые в будущем, по прогнозу лица, формирующего портфель, значительно вырастут в цене (т.е. их курсовая стоимость будет выше), и инвестор сможет получить доход в виде курсовых разниц (или прироста курсовой стоимости). Чаще всего такими портфелями являются портфели ценных бумаг (преимущественно акций молодых компаний), однако прирост курсовой стоимости присущ и объектам реального инвестирования, например недвижимости.

Портфели дохода состоят из активов, приносящих регулярный доход в денежной форме, их формируют, как правило, из акций (привилегированных и обыкновенных), облигаций, депозитных вкладов с различными сроками погашения и выплаты доходов и иных доходных инструментов.

Инвесторы, как уже отмечалось выше, отличаются различным отношением к риску, что и определяет их выбор при формировании инвестиционного портфеля.

Если приоритетной задачей инвестора является получение высокого дохода, то он формирует агрессивный портфель, состоящий из высокорискованных и низколиквидных ценных бумаг молодых компаний (которые могут обеспечить в будущем значительный прирост капитала) или реальных инвестиционных проектов. Если инвестор ставит цели сохранения капитала и получения дохода, не превышающего среднерыночный уровень, то создает консервативный портфель, состоящий из акций и облигаций надежных компаний или государственных ценных бумаг, которые традиционно считаются безрисковыми инвестициями. Также выделяют среднерисковые (умеренные) портфели, обеспечивающие среднерыночный уровень дохода при среднем уровне риска и состоящие из корпоративных ценных бумаг, депозитных вкладов и т.п.

Ликвидность формируемого портфеля может быть различной — высоколиквидные портфели состоят преимущественно из активов, пользующихся постоянным спросом на рынке (государственных ценных бумаг, корпоративных акций и облигаций ведущих эмитентов); как правило, доходность таких активов не превышает среднерыночный уровень. В состав низколиквидных портфелей могут входить, например, депозитные вклады, активы с ожидаемым в будущем ростом курсовой стоимости (акции молодых компаний, объекты недвижимости). Традиционно низколиквидными являются портфели инвестиционных проектов в реальные активы.

Существуют портфели, сочетающие доходность на требуемом для инвестора уровне и желаемые уровни риска и ликвидности. Такие портфели называют сбалансированными по параметрам доходности и риска исходя из задач инвестора. В течение срока существования портфеля могут произойти изменения в его основных характеристиках (снижение доходности, повышение риска и др.), что приводит к разбалансированности портфеля. Если же при формировании портфеля требуемые уровни доходности, риска и ликвидности не достигнуты — портфель является несбалансированным.

Рассмотрим инвестиционные портфели по видам включаемых объектов инвестирования. Традиционно по объектам инвестиции подразделяют на реальные и финансовые. Реальные инвестиции представляют собой капитальные вложения в производство, недвижимость, нематериальные активы и материально-производственные запасы. Объекты

польз. №486952; dt: 1569490042, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490050, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

финансовых инвестиций включают в себя ценные бумаги, производные финансовые инструменты, иностранные валюты, банковские депозиты, объекты тезаврационного спроса — драгоценные камни, металлы и изделия из них, предметы коллекционирования (антиквариат, произведения искусства) и т.д. Рассмотрим портфели реальных инвестиционных проектов и портфели финансовых инвестиций с позиций их основных характеристик — доходности, риска, ликвидности, капиталоемкости и управляемости.

Портфели реальных инвестиций являются, как правило, основным видом инвестиционных портфелей корпораций. Основу таких портфелей составляют инвестиционные проекты; кроме того, объектами портфельного инвестирования данного типа могут быть и другие объекты — например, недвижимость, хотя чаще всего такие активы приобретаются компаниями для реализации инвестиционных проектов в качестве одного из ресурсов.

Охарактеризуем **портфель инвестиционных проектов в реальные активы**. Ожидаемая доходность такого портфеля высокая, обычно не менее нормативно заданных на предприятии показателей рентабельности. Для таких портфелей характерен высокий уровень риска, особенно при освоении новых видов деятельности, новых региональных рынков и т.п. Чем больше в портфеле взаимозависимых проектов, реализующихся в различных экономико-социальных и политических условиях, тем выше риск портфеля реальных инвестиционных проектов.

Период инвестирования для реальных инвестиций находится в достаточно широком диапазоне. Обычно сроки существования портфелей реальных инвестиций связаны со сроками реализации входящих в их состав инвестиционных проектов; для небольших проектов это период от 1 года до 3 лет, более крупные проекты могут быть рассчитаны на длительные периоды. Срок жизни портфеля недвижимости соответствует сроку проектной эксплуатации формирующих его объектов.

Портфели реальных инвестиционных проектов являются низколиквидными. Среди объектов реального инвестирования только производственные запасы компаний могут быть реализованы относительно быстро. Капитальные вложения, нашедшие воплощение в форме машин, оборудования и прочих объектов основных фондов и незавершенного строительства, вернуть проблематично, поскольку сложно найти покупателя, готового приобрести их для дальнейшего развития проекта; относительно быстро могут быть реализованы лишь производственные запасы и некоторые виды основных фондов универсального назначения (например, транспортные средства).

Портфели реальных инвестиционных проектов традиционно требуют значительных объемов инвестиций, что объясняется природой объектов реальных инвестиций. Такие портфели являются самыми сложными в управлении, так как общих, подходящих для всех инвестиционных проектов методов управления не существует. Кроме того, при управлении таким портфелем необходимо учитывать отраслевую специфику реализуемых в составе портфеля инвестиционных проектов.

Далее дадим характеристику портфелю финансовых инвестиций.

Обычно при рассмотрении **портфеля инвестиций в финансовые активы** изучают преимущественно портфели ценных бумаг. Однако исходя из разнообразия объектов финансовых инвестиций таким видом портфеля финансовые портфельные инвестиции не ограничиваются. Хотя, например, портфели тезаврационных объектов являются достаточно редкими в силу их специфики и сложного прогнозирования цен. Портфели денежных средств, выраженных в иностранной валюте, являются эффективными в случае значительных колебаний валюты, доход инвесторы получают в виде курсовых разниц. Однако такие портфели являются высоколиквидными, так как состоят из средств платежа, имеют длительные сроки инвестирования, просты в управлении, поскольку предполагают лишь

польз. №486952; dt: 1569490050, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490056, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

отслеживание динамики курсов, и характеризуются низкой капиталоемкостью и средним уровнем риска. Портфель депозитных вкладов отличает определенность в размере и сроках получения доходов, уровень его риска оценивается как средний (зависит от суммы вклада и выбранного инвестором банка), но такие портфели являются низколиквидными, так как в случае необходимости изъятия средств до окончания периода инвестирования инвестор полностью или частично (в зависимости от условий договора депозитного вклада) теряет доход.

Подводя итог сказанному, можем конкретизировать определение инвестиционного портфеля: **портфель инвестиций** — это совокупность объектов реального и (или) финансового инвестирования, принадлежащих инвестору или группе инвесторов, рассматриваемая как целостный объект управления в рамках выбранной стратегии. Портфельное инвестирование позволяет инвестору наиболее полно достигать поставленных целей, в частности максимизировать доходность в рамках приемлемого для него уровня риска.

Ключевые термины

- Инвестиционный портфель.
- Портфельное инвестирование.
- Портфель роста.
- Портфель дохода.
- Диверсификация.
- Доходность портфеля.
- Риск портфеля.
- Управление инвестиционным портфелем.
- Финансовые инвестиции.

Контрольные и дискуссионные вопросы и задания

1. Что такое инвестиционный портфель (портфель инвестиций)? Какие цели преследуют инвесторы при его формировании?
2. Охарактеризуйте основные типы инвестиционных портфелей.
3. Что такое портфель ценных бумаг? Какими бывают портфели ценных бумаг?
4. Что такое диверсификация? Почему она необходима? Что предполагает традиционный подход к диверсификации?
5. Назовите основные модели выбора оптимального портфеля инвестиций, обоснуйте возможность их использования российскими инвесторами.
6. Как оценить доходность и риск инвестиционного портфеля?
7. Почему необходимо управление инвестиционным портфелем?
8. Какие объекты финансовых инвестиций вы знаете?

Задачи

1. Инвестор формирует портфель инвестиций, направляя 50% имеющихся средств на покупку пакета акций молодой компании, характеризующихся ростом курсовой стоимости, 40% — в недвижимость, 10% — в государственные долгосрочные облигации. Инвестор заинтересован в высокой ликвидности инвестированных средств и получении текущего дохода. Определите тип портфеля по разным критериям и оцените его сбалансированность.

польз. №486952; dt: 1569490056, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490062, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

2. Предложите возможные варианты инвестиционного портфеля, если стратегической целью развития корпорации является расширение деятельности в регионах.

В качестве объектов инвестирования рассматриваются:

- акции региональных компаний, занятых в той же сфере деятельности;
- государственные ценные бумаги;
- объекты коммерческой недвижимости в рассматриваемом регионе;
- корпоративные облигации региональных компаний, занятых в той же сфере деятельности;
- реализация собственных инвестиционных проектов в том же регионе;
- зарубежные активы.

3. Ожидаемая норма дохода по активу А составляет 7,5%, по активу В — 9%. Инвестор располагает суммой 80,0 тыс. руб. Он предполагает 36,0 тыс. руб. вложить в актив А, а оставшуюся сумму — в актив В. Определите ожидаемую норму дохода по портфелю инвестора.

4. Инвестиции корпорации распределены следующим образом:

Активы	Доля в портфеле, %	Норма дохода, %	Коэффициент β
A	15	12,6	0,7
B	40	15,4	1,3
C	45	16,2	1,4

Определите доходность и коэффициент β по портфелю инвестиций.

Оцените данный портфель с позиций связи риска и доходности.

5. В акции А, норма доходности по которым 14,9% и $\beta = 1,1$, вложено 30% средств, оставшаяся сумма инвестирована в акции В. Общая норма дохода по портфелю 15,2%, общий β по портфелю 1,6. Определить доходность и коэффициент β по акциям В.

Охарактеризуйте акции В с точки зрения приносимого ими дохода и риска.

6. Портфель инвестиций организации выглядит следующим образом:

Актив	Удельный вес в портфеле, %	Коэффициент β
Актив № 1	20	1,4
Актив № 2	10	2,3
Актив № 3	25	0,8
Актив № 4	15	1,9
Актив № 5	30	?

Определите коэффициент β по активу № 5, если общий β по портфелю равен 1,2.

7. Портфель ценных бумаг корпорации характеризуется следующими данными:

Акция	Доля в портфеле, %	Коэффициент β
A	20	0,9
B	20	1,6
C	20	1,0
D	20	0,7
E	20	1,2

Каков коэффициент β по портфелю в целом?

польз. №486952; dt: 1569490062, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490068, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Спустя год в структуре предложенного инвестиционного портфеля произошли следующие изменения:

Акция	Доля в портфеле, %	Коэффициент β
A	5	0,9
B	60	1,6
C	10	1,0
D	5	0,7
E	20	1,2

Определите коэффициент β по портфелю инвестиций при таком варианте инвестирования.

Сравните оба варианта инвестиций с точки зрения безопасности вложений. Какой вариант наименее рискованный для корпорации?

8. Портфель инвестиций корпорации состоит из акций 5 компаний, в которые вложено одинаковое количество средств. Текущий коэффициент β по портфелю инвестиций 1,6, по акциям X — 2,0. Корпорация продает акции X и покупает акции Y. Каким должен быть коэффициент β вновь приобретенных акций, чтобы коэффициент β по портфелю понизился до 1,4?

Сделайте вывод о степени риска вновь приобретенных акций.

Ключевые функции Bloomberg

GLCO — Мировые цены на сырьевые товары.
FXC — Матрица валютных курсов.
ECFC — Экономические прогнозы.
ECST — Мировая экономическая статистика.
LOIS — Монитор ликвидности 3-m спред LIBOR-OIS.
WEI — Мировые фондовые индексы.
MOST — Наиболее активные бумаги.
FXIP — Информационный портал валют.
CBQ — Обзор рынка по стране.
IBQ — Анализ индустрии.

польз. №486952; dt: 1569490068, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490074, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 10

Финансирование деятельности корпораций

Изучив данную главу, вы познакомитесь с разнообразными источниками финансирования деятельности корпорации, в том числе:

- узнаете на каких условиях и как можно получить бюджетное финансирование;
- познакомитесь с внутренними источниками финансирования деятельности корпорации и инструментами привлечения собственного капитала;
- разберетесь в инструментах заемного финансирования;
- познакомитесь с особенностями и возможностями венчурного финансирования;
- узнаете о такой быстроразвивающейся форме финансирования корпорации, как проектное финансирование.

10.1. Система финансирования деятельности корпораций

Рыночная трансформация экономической системы РФ существенно изменила условия и принципы формирования финансовых ресурсов отечественных корпораций. В свою очередь изменение системы финансирования бизнеса привело к появлению новых возможностей для наращивания инвестиционного потенциала, расширенного воспроизводства и обновления на инновационной основе материально-технической базы, освоения новых рынков, выпуска конкурентоспособной продукции и т.д.

Система финансирования хозяйственной деятельности представляет собой органическое единство источников денежных средств, организационно-экономических механизмов и инструментов их привлечения.

Источники финансирования хозяйственной деятельности — это денежные фонды и поступления, находящиеся в распоряжении корпорации и предназначенные для приобретения необходимых активов, а также осуществления текущих затрат и выплат, возникающих в процессе взаимодействия с различными контрагентами и партнерами.

Классификация источников финансирования может производиться по различным признакам.

По *выражаемым экономическим отношениям* выделяют собственные, заемные и гибридные источники финансирования.

По *виду собственника* различают государственные финансовые ресурсы, а также средства юридических и физических лиц (в том числе нерезидентов).

По *отношению к объекту* источники финансирования делятся на внутренние и внешние (привлеченные).

польз. №486952; dt: 1569490074, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490081, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

По *временным характеристикам* источники финансирования можно разделить на краткосрочные (до 1 года), долгосрочные (свыше 1 года) и бессрочные.

В хозяйственной деятельности корпораций используются практически все перечисленные виды источников финансирования, которые мобилизуются посредством различных организационно-экономических механизмов и соответствующих инструментов привлечения.

В настоящее время отечественным корпорациям доступны следующие механизмы финансирования:

- бюджетные;
- самофинансирование;
- долевые;
- заемные;
- комбинированные.

Привлечение средств для хозяйственной деятельности в рамках того или иного механизма осуществляется путем использования различных финансовых инструментов. Например, популярными инструментами заемного финансирования в Российской Федерации и за рубежом являются различные виды кредитов, выпуск облигаций, лизинг и др. Долевое финансирование может быть организовано путем частного или публичного размещения акций, привлечением для участия в капитале проекта или предприятия финансового либо стратегического инвестора и т.д.

Существенное влияние на возможности и способы мобилизации финансовых ресурсов оказывает правовая форма организации бизнеса, а также стадия или фаза развития его жизненного цикла.

Наибольшим потенциалом по мобилизации необходимого для ведения бизнеса капитала в Российской Федерации и за рубежом обладают корпорации (публичные, ранее открытые акционерные общества).

По *стадии развития* или *фазе жизненного цикла* выделяют корпорации, проходящие пору *рождения*, *роста*, *зрелости* и *старения*. В зависимости от стадии развития они будут иметь различные потребности в финансировании, возможности привлечения капитала, уровни риска и т.д. На стадиях рождения и роста обычно требуются значительные объемы финансовых ресурсов. Такие корпорации осуществляют агрессивную финансовую политику по привлечению денежных средств, реинвестируют полностью или большую часть полученных доходов обратно в бизнес. В то же время на стадиях зрелости и старения потребности в финансовых ресурсах стабилизируются на некотором уровне, при этом большая часть из них может покрываться за счет внутренних средств. Учет и понимание особенностей стадии развития конкретной корпорации позволяет более эффективно организовать и осуществлять управление ее финансами.

В России первоначальным источником финансирования для создания новой корпорации является **уставный капитал (фонд)**, который образуется из вкладов учредителей (собственников).

Согласно ГК РФ, вкладами в уставный капитал могут быть:

- денежные средства в рублях и иностранной валюте. Валюта и валютные ценности оцениваются по официальному курсу ЦБ РФ, действующему на момент взноса указанных ценностей;
- различные виды имущества (здания, сооружения, оборудование и другое имущество, относящееся к основным средствам);
- нематериальные активы — исключительные права на изобретение, промышленный образец, полезную модель; компьютерные программы, базы данных; товарный знак и знак обслуживания; деловая репутация и др.;

польз. №486952; dt: 1569490081, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490087, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- производственные запасы — стоимость внесенных в счет вкладов сырья, материалов и других материальных ценностей, относящихся к оборотным активам;
- иное имущество и имущественные права, имеющие денежную оценку.

Рассмотрим структуру источников финансирования бизнеса в Российской Федерации за период с 2000 по 2013 г. (табл. 10.1).

Таблица 10.1
Структура источников финансирования бизнеса в РФ, %

Источник финансирования	2000 г.	2005 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
Инвестиции в основной капитал — всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Собственные средства	**47,5**	**44,5**	**41,0**	**41,9**	**44,5**	**45,3**
Привлеченные средства, в том числе:	**52,5**	**55,5**	**59,0**	**58,1**	**55,5**	**54,7**
кредиты банков	2,9	8,1	9,0	8,6	8,5	10,0
заемные средства других организаций	7,2	5,9	6,1	5,8	6,1	6,2
бюджетные средства	22,0	19,4	20,5	19,2	17,9	19,0
прочие средства	15,6	16,8	21,9	22,3	20,0	15,5

Как следует из приведенной таблицы, рассматриваемый период в целом характеризуется тенденцией перехода к более широкому использованию привлеченных средств. В среднем на долю привлеченных средств приходилось около 56% общего объема инвестиций в основной капитал.

В процессе привлечения средств перед менеджментом корпорации возникает проблема выбора наиболее подходящего механизма и соответствующего инструмента финансирования. Подобный выбор зависит от различных факторов: финансового положения, долгосрочных целей развития, внешних экономических условий, интересов владельцев, квалификации менеджмента и т.д.

Стремясь осуществить правильный выбор, менеджмент корпорации анализирует следующие факторы:

- наличие на рынке необходимых финансовых продуктов;
- стоимость, сроки и условия финансирования;
- обеспечение, необходимое для привлечения средств;
- сроки организации и получения финансирования;
- вопросы контроля над бизнесом и др.

Процесс принятия решения о финансировании деятельности включает выявление доступных и альтернативных источников средств, выбор конкретных механизмов и инструментов их привлечения, организацию получения необходимых финансовых ресурсов и их эффективного использования.

Ниже будут рассмотрены механизмы и инструменты финансирования деятельности корпораций с учетом мирового опыта и особенностей отечественной практики.

польз. №486952; dt: 1569490087, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490092, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

10.2. Бюджетное финансирование в Российской Федерации

Получателями бюджетных средств в Российской Федерации могут быть предприятия всех форм собственности, как участвующие в реализации целевых государственных программ, так и осуществляющие собственные проекты, если они удовлетворяют предъявляемым государством требованиям и успешно прошли конкурсный отбор. Условия и порядок конкурсного отбора подобных проектов определяются законодательными актами РФ.

Бюджетному финансированию присущ ряд принципов, наиболее важными из которых являются:

- получение максимального экономического и социального эффекта при минимуме затрат;
- конкурсный отбор инвестиционных проектов для финансирования с учетом их экономической эффективности и приоритетности;
- целевой характер использования бюджетных ресурсов;
- выделение средств на возвратной и, как правило, возмездной основах и др.

Участник, победивший в конкурсе, имеет право выбора формы государственной поддержки, которая может осуществляться путем предоставления *бюджетных инвестиций*, *бюджетного кредита*, *государственных гарантий*, *инвестиционного налогового кредита*.

Расходы на финансирование *бюджетных инвестиций* предусматриваются бюджетом соответствующего уровня при условии включения их в федеральную (региональную) целевую программу либо в соответствии с решением органа исполнительной власти РФ, ее субъекта или органа местного самоуправления.

Предоставление бюджетных инвестиций влечет возникновение права государственной или муниципальной собственности на эквивалентную часть уставных капиталов и имущества объектов.

Подобные инвестиции включаются в проект бюджета только при наличии надлежащего технико-экономического обоснования, соответствующей проектно-сметной документации, плана передачи земли и сооружений, а также подготовленного договора между Правительством РФ, органом исполнительной власти субъекта РФ или органом местного самоуправления и указанным юридическим лицом об участии Российской Федерации, ее субъекта или муниципального образования в собственности получателя инвестиций.

Бюджетный кредит может быть предоставлен на условиях возмездности, возвратности и наличия у заемщика соответствующего обеспечения. В качестве обеспечения исполнения обязательств по возврату бюджетного кредита могут выступать банковские гарантии, поручительства, залог имущества, в том числе в виде акций, иных ценных бумаг, паев в размере не менее 100% предоставляемого кредита. Обеспечение исполнения обязательств должно иметь высокую степень ликвидности, а его оценка осуществляется в соответствии с законодательством.

Обязательным условием предоставления бюджетного кредита является проведение предварительной проверки финансового состояния получателя бюджетного кредита уполномоченным органом.

Бюджетный кредит может быть предоставлен только субъекту Российской Федерации, муниципальному образованию или юридическому лицу, которые не имеют просроченной задолженности по денежным обязательствам перед соответствующим бюджетом (публично-правовым образованием), а для юридических лиц — также по обязательным платежам в бюджетную систему Российской Федерации, за исключением случаев реструктуризации обязательств (задолженности).

польз. №486952; dt: 1569490092, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490099, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Заемщики обязаны вернуть бюджетный кредит и уплатить проценты за пользование им в порядке и сроки, установленные условиями предоставления кредита и (или) договором.

Проверка целевого использования бюджетного кредита осуществляется органами государственной власти и местного самоуправления, обладающими соответствующими полномочиями.

При выявлении недостаточности имеющегося обеспечения исполнения обязательств или существенного ухудшения финансового состояния гаранта или поручителя обеспечение исполнения обязательств заемщика подлежит полной или частичной замене в целях приведения его в соответствие с установленными требованиями. При неспособности заемщика представить иное или дополнительное обеспечение исполнения своих обязательств, а также в случае нецелевого использования средств бюджетного кредита он подлежит досрочному возврату.

При невыполнении заемщиком, гарантом или поручителем своих обязательств по возврату бюджетного кредита, уплате процентов и (или) иных платежей, предусмотренных заключенным с ним договором, уполномоченные органы или уполномоченное лицо по их поручению принимают меры по принудительному взысканию просроченной задолженности, в том числе по обращению взыскания на предмет залога.

Предоставление *государственных или муниципальных гарантий* осуществляется в соответствии с полномочиями органов государственной власти Российской Федерации, органов государственной власти субъектов Российской Федерации, органов местного самоуправления на основании закона о бюджете на очередной финансовый год, решений Правительства РФ, высшего исполнительного органа государственной власти субъекта Российской Федерации, местной администрации муниципального образования, а также договора о предоставлении государственной или муниципальной гарантии.

Обязательным условием предоставления гарантии является проведение анализа финансового состояния получателя, предоставления им надлежащего обеспечения и отсутствие у него просроченной задолженности по денежным обязательствам перед государством или муниципальным образованием, по обязательным платежам в бюджетную систему РФ, а также неурегулированных обязательств по государственным или муниципальным гарантиям, предоставленным ранее.

Предоставление государственной или муниципальной гарантии, а также заключение договора о предоставлении государственной или муниципальной гарантии осуществляется после представления в уполномоченный орган документов согласно перечню, устанавливаемому указанным органом.

Анализ финансового состояния заемщика в целях предоставления государственной или муниципальной гарантии осуществляется соответственно Министерством финансов Российской Федерации или финансовым органом муниципального образования.

Правительство РФ вправе принимать решения о предоставлении государственных гарантий в соответствии с федеральным законом о федеральном бюджете на соответствующий год и плановый период[1]. Министерство финансов РФ вправе принимать решения о предоставлении государственных гарантий в размере и в случаях, установленных законом о федеральном бюджете на соответствующий год и плановый период и принятыми в соответствии с ним актами Правительства РФ.

В акте Правительства РФ о предоставлении государственной гарантии должны быть указаны: лицо, в обеспечение исполнения обязательств которого предоставляется государ-

[1] Программа государственных гарантий Российской Федерации в валюте Российской Федерации на 2014 год и на плановый период 2015 и 2016 годов // Приложение 38 к Федеральному закону от 1 декабря 2014 г. № 384-ФЗ «О федеральном бюджете на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов».

польз. №486952; dt: 1569490099, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490108, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ственная гарантия; предел обязательств по государственной гарантии; основные условия государственной гарантии.

В условиях мирового финансового кризиса 2008—2009 гг. государственные гарантии по кредитам стали важнейшим инструментом поддержки инвестиционных программ российских корпораций. Общий объем госгарантий, выданных в 2009 г. почти 100 системообразующим предприятиям, превысил 200 млрд руб. Основными получателями гарантий стали предприятия автопрома («АвтоВАЗ», «ГАЗ», «КАМАЗ», «Соллерс»), холдинга «Металлоинвест», строительного комплекса (группа «ПИК», «Главстрой», СУ-155), военно-промышленного комплекса, транспортной отрасли, банковского сектора и др.

В 2014 году для этих целей было предусмотрено около 700 млрд руб. Однако с учетом неблагоприятной политической обстановки эта сумма была значительно увеличена.

Инвестиционный налоговый кредит представляет собой такое изменение срока уплаты налога, при котором предприятию при наличии оснований, указанных в НК РФ, предоставляется возможность в течение определенного срока и в определенных пределах уменьшать свои платежи по налогу с последующей поэтапной уплатой суммы кредита и начисленных процентов. Таким образом, в его основе лежат принципы срочности, платности и возвратности.

Инвестиционный налоговый кредит может быть предоставлен по налогу на прибыль, а также по региональным и местным налогам на срок от 1 года до 5 лет. Его получатель вправе уменьшать свои платежи по соответствующему налогу в течение срока действия договора.

Уменьшение производится по каждому платежу соответствующего налога, по которому предоставлен инвестиционный налоговый кредит, за каждый отчетный период до тех пор, пока сумма, не уплаченная организацией в результате всех таких уменьшений (накопленная сумма кредита), не станет равной сумме кредита, предусмотренной соответствующим договором. Конкретный порядок уменьшения налоговых платежей определяется заключенным договором об инвестиционном налоговом кредите.

В соответствии с НК РФ основаниями для получения такого кредита являются:

1) проведение организацией научно-исследовательских или опытно-конструкторских работ либо технического перевооружения собственного производства, в том числе направленного на создание рабочих мест для инвалидов или защиту окружающей среды от загрязнения промышленными отходами и (или) повышение энергетической эффективности производства товаров, выполнения работ, оказания услуг;
2) осуществление организацией внедренческой или инновационной деятельности, в том числе создание новых или совершенствование применяемых технологий, создание новых видов сырья или материалов;
3) выполнение организацией особо важного заказа по социально-экономическому развитию региона или предоставление ею особо важных услуг населению;
4) выполнение организацией государственного оборонного заказа;
5) осуществление организацией инвестиций в создание объектов, имеющих наивысший класс энергетической эффективности, в том числе многоквартирных домов, и (или) относящихся к возобновляемым источникам энергии, и (или) относящихся к объектам по производству тепловой энергии, электрической энергии, имеющим коэффициент полезного действия более чем 57%, и (или) иных объектов, технологий, имеющих высокую энергетическую эффективность, в соответствии с перечнем, утвержденным Правительством РФ;
6) включение организации в реестр резидентов зоны территориального развития в соответствии с Федеральным законом от 3 декабря 2011 г. № 392-ФЗ «О зонах терри-

польз. №486952; dt: 1569490108, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490115, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ториального развития в Российской Федерации и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

По пунктам 1 и 5 инвестиционный налоговый кредит может быть предоставлен на сумму кредита, составляющую 100% стоимости приобретенного заинтересованной организацией оборудования, используемого исключительно для перечисленных целей; по пунктам 2 и 4 — на суммы кредита, определяемые по соглашению между уполномоченным органом и заинтересованной организацией.

В каждом отчетном периоде (независимо от числа договоров об инвестиционном налоговом кредите) суммы, на которые уменьшаются налоговые платежи, не могут превышать 50% соответствующих платежей по данному налогу, определенных по обычным правилам. При этом накопленная в течение налогового периода сумма кредита не может превышать 50% суммы налога, подлежащего уплате за этот налоговый период. Если накопленная сумма кредита превышает предельные размеры, на которые допускается уменьшение налога для данного отчетного периода, то разница между этой суммой и предельно допустимой суммой переносится на следующий отчетный период.

Решение о предоставлении инвестиционного налогового кредита по налогу на прибыль (доход) предприятия в части, поступающей в бюджет субъекта РФ, принимается финансовым органом субъекта РФ.

Законом субъекта РФ и нормативными правовыми актами, принятыми органами местного самоуправления по региональным и местным налогам, могут быть установлены иные основания и условия предоставления инвестиционного налогового кредита, включая сроки его действия и ставки процентов.

Инвестиционный налоговый кредит предоставляется на основании заявления предприятия и оформляется договором установленной формы.

Договор об инвестиционном налоговом кредите должен предусматривать порядок уменьшения налоговых платежей, сумму кредита (с указанием налога, по которому организации предоставлен инвестиционный налоговый кредит), срок действия договора, начисляемые на сумму кредита проценты, порядок погашения суммы кредита и начисленных процентов, документы об имуществе, которое является предметом залога, либо поручительство, ответственность сторон.

Форма договора устанавливается органом исполнительной власти, принимающим решение о предоставлении инвестиционного налогового кредита. Для его получения предприятие должно предоставить в соответствующий орган следующие документы:

- заявление налогоплательщика;
- бизнес-план инвестиционного проекта;
- данные о предполагаемых сроках и источниках погашения инвестиционного налогового кредита;
- расчет налога, по которому возможно предоставление инвестиционного налогового кредита, заверенный налоговой инспекцией;
- баланс и отчет о прибылях и убытках за предыдущий отчетный период и по итогам предшествующего получению инвестиционного налогового кредита года;
- документы об имуществе, которое является предметом залога, или поручительство;
- справка налоговой инспекции об отсутствии задолженности по текущим платежам в бюджет города;
- копии учредительных документов налогоплательщика, заверенные нотариально либо органом, осуществившим регистрацию организации (устав, учредительный договор, свидетельство о регистрации, протокол о назначении директора);

польз. №486952; dt: 1569490115, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490121, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- расчет бюджетной эффективности при реализации инвестиционного проекта.

При этом необходимо отметить, что одному налогоплательщику может быть предоставлено несколько инвестиционных налоговых кредитов, но при этом по каждому бизнес-плану может быть выдан только один кредит, хотя и по нескольким налогам одновременно.

Несмотря на привлекательность данного инструмента бюджетного финансирования, за прошедшее десятилетие он не получил должного развития в Российской Федерации. Поэтому и при составлении бизнес-плана, и при расчете экономической эффективности привлечения инвестиционного налогового кредита следует проанализировать целесообразность его использования по сравнению с альтернативными вариантами финансирования, а также оценить степень прозрачности бизнеса заемщика и соблюдения им требований законодательства о налогах и сборах РФ.

К сведению

Как правило, инвестиционный налоговый кредит берут крупные корпорации. Например, в 2003 г. данным инструментом воспользовалось ОАО «Балтийский судостроительный завод» в целях реализации программы модернизации производства. При этом общий объем инвестиций составил около 1 млрд руб., а сумма налогового кредита 145 млн руб. сроком на 7 лет.

В настоящее время для российских корпораций открылась возможность получения государственного финансирования из специальных фондов — резервного, ФНБ, ПФР и др.

Порядок формирования и использования средств подобных фондов устанавливается Правительством РФ.

На получение средств из таких фондов могут претендовать проекты, реализация которых соответствует приоритетам социально-экономического развития РФ и невозможна без участия государства.

Прочими формами государственной поддержки корпораций являются: софинансирование, предоставление различных гарантий, участие в капитале и др.

Бюджетное финансирование в любых его формах приводит к снижению стоимости капитала и является одним из наиболее дешевых и выгодных способов привлечения средств. К его недостаткам следует отнести ограниченность по срокам и объемам, а также сложность и длительность получения.

10.3. Внутренние источники финансирования корпораций

Внутренние источники формируются в процессе хозяйственной деятельности и играют значительную роль в жизни любой корпорации. Очевидно, что корпорация, способная полностью или в значительной степени покрывать свои финансовые потребности за счет собственных внутренних источников, получает значительные конкурентные преимущества и благоприятные возможности для роста за счет уменьшения издержек по привлечению дополнительного капитала и снижения рисков.

Основными внутренними источниками финансирования являются: *чистая прибыль, амортизационные отчисления, реализация или сдача в аренду неиспользуемых активов* и др.

В современных условиях корпорации самостоятельно распределяют прибыль, остающуюся в их распоряжении. Рациональное использование прибыли предполагает учет таких факторов, как планы дальнейшего развития предприятия, а также соблюдение интересов собственников, инвесторов и работников. В общем случае чем больше прибыли направля-

польз. №486952; dt: 1569490121, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490126, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ется на развитие бизнеса, тем меньше потребность в дополнительном финансировании. Величина нераспределенной прибыли зависит от рентабельности хозяйственных операций, а также принятой дивидендной политики.

К достоинствам реинвестирования прибыли следует отнести:

- отсутствие расходов, связанных с привлечением капитала из внешних источников;
- сохранение контроля за бизнесом со стороны акционеров;
- повышение финансовой устойчивости и более благоприятные возможности для привлечения средств из внешних источников.

В свою очередь недостатками данного источника являются его ограниченная и изменяющаяся величина, сложность прогнозирования, зависимость от внешних, не поддающихся контролю со стороны менеджмента факторов: конъюнктуры рынка, фазы экономического цикла, изменения спроса, колебания цен и др.

Еще одним важнейшим источником внутреннего финансирования служат *амортизационные отчисления*.

Амортизационные отчисления относятся на затраты предприятия, отражая износ основных и нематериальных активов, и поступают в составе денежных средств за реализованные продукты и услуги. Их основное назначение — обеспечивать не только простое, но и расширенное воспроизводство.

Преимущество амортизационных отчислений как источника средств заключается в том, что он существует при любом финансовом положении корпорации и всегда остается в ее распоряжении.

Величина амортизации как источника финансирования во многом зависит от способа ее начисления, как правило, определяемого и регулируемого государством. В Российской Федерации амортизация объектов основных средств может осуществляться несколькими способами:

- линейным;
- методом списания стоимости пропорционально объему продукции (работ);
- методом уменьшаемого остатка;
- методом списания стоимости по сумме чисел лет срока полезного использования.

Выбранный метод начисления амортизации фиксируется в учетной политике корпорации и применяется в течение всего срока эксплуатации объекта основных средств.

В современных условиях эффективным инструментом форсирования процесса обновления производственного оборудования служит ускоренная амортизация, экономический смысл которой состоит в установлении ежегодных отчислений, превышающих размеры его фактического морального и физического износа. Применение ускоренных методов (уменьшаемого остатка, суммы чисел лет и др.) позволяет увеличить амортизационные отчисления в начальные периоды эксплуатации активов, что при прочих равных условиях приводит к росту объемов самофинансирования.

В развитых странах ускоренная амортизация служит мощным стимулом технологического обновления основных фондов. В Российской Федерации этот механизм еще не получил должного развития.

Следует отметить, что применение ускоренной амортизации может иметь и негативные последствия. Ускоренная амортизация дает положительный эффект только в том случае, если корпорация имеет значительную прибыль или если рост амортизационных отчислений сопровождается сокращением других издержек. В противном случае увеличение доли амортизации в затратах будет приводить к росту себестоимости, повышению цен и при прочих равных условиях — к падению объемов продаж.

польз. №486952; dt: 1569490126, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490132, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В целом адекватная амортизационная политика при определенных условиях может способствовать высвобождению средств, превышающих расходы по осуществленным инвестициям. Данный факт известен как эффект Лохмана (Lohmann) — Рухти (Ruchti), который заключается в том, что в условиях постоянных темпов роста инвестиций при использовании линейной амортизации соотношение между ними будет иметь следующий вид:

$$\frac{DA_i}{IC_i} = \left[\frac{1-(1+g)^{-n}}{g}\right] \times n,$$

где g — постоянный темп роста;
n — срок полезной службы амортизируемых активов;
DA_i — амортизационные отчисления в период i;
IC_i — инвестиции в период i.

В таблице 10.2 представлен расчет соотношения между амортизацией и инвестициями для различных темпов роста и сроков эксплуатации активов.

Таблица 10.2
Расчет соотношения между амортизационными отчислениями и инвестициями, %

Темп роста g, %	Срок n, лет			
	5	10	15	20
3	92	85	80	74
5	87	77	69	62
7	82	70	61	53
10	76	61	51	43

Как следует из приведенной таблицы, корпорация, срок полезной службы активов которой составляет 10 лет, а темп роста инвестиций — 7% в год, может финансировать около 70% объема инвестиций за счет амортизационных отчислений. Соответственно остальная часть должна быть профинансирована за счет нераспределенной прибыли и (или) внешних источников.

Таким образом, для более эффективного использования амортизационных отчислений в качестве финансовых ресурсов корпорации необходимо проводить адекватную амортизационную политику. Она включает в себя политику воспроизводства основных активов, политику в области применения тех или иных методов расчета амортизационных отчислений, выбор приоритетных направлений их использования и другие элементы.

В ряде случаев привлечь дополнительные финансовые ресурсы можно *за счет продажи или сдачи в аренду неиспользуемых активов*. Вместе с тем такие операции носят разовый характер и не могут рассматриваться в качестве регулярного источника финансирования.

Для оценки способности корпорации к самофинансированию (self financing — SF) и прогнозирования его доступных объемов в соответствующем периоде может быть использовано следующее соотношение:

$$SF = (EBIT - I)(1 - T) + DA \times T - DIV,$$

где EBIT — прибыль до выплаты процентов и налогов;
I — расходы на обслуживание займов (процентные выплаты);
DA — амортизация;
T — ставка налога на прибыль;
DIV — выплаты собственникам.

польз. №486952; dt: 1569490132, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490139, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Как следует из формулы, на способность к самофинансированию помимо эффективности хозяйственной деятельности непосредственное влияние оказывает осуществляемая заемная, амортизационная и дивидендная политика.

Несмотря на преимущества использования внутренних источников финансирования, их объемы, как правило, недостаточны для реализации крупных инвестиционных проектов, внедрение новых технологий и т.д.

В связи с этим возникает необходимость привлечения дополнительных средств из *внешних источников*.

10.4. Инструменты привлечения собственного капитала

Корпорации могут привлекать собственные средства путем увеличения уставного капитала за счет дополнительных взносов учредителей или привлечения новых инвесторов посредством продажи им части или дополнительных выпусков акций.

Наиболее простым способом привлечения собственного капитала является увеличение финансирования со стороны действующих акционеров, которые непосредственно заинтересованы в развитии своего бизнеса, а также хорошо понимают его перспективы и риски. Основной недостаток такого подхода — ограниченность финансовых возможностей отдельных акционеров. К тому же этот способ привлечения средств далеко не всегда отвечает целям и задачам корпорации, масштабам реализуемых инвестиционных проектов.

Еще одним способом привлечения собственного капитала является продажа доли в бизнесе стратегическому или портфельному (финансовому) инвестору. Корпорации помимо этого имеют возможность осуществлять частные или публичные размещения своих акций.

Частное размещение акций среди инвесторов (Private Placement)

Частное размещение акций (private placement, private offering — PO) — это инструмент финансирования, который может быть использован наряду с банковскими кредитами или другими формами займов, когда корпорации необходимы средства для дальнейшего развития.

При таком размещении акции или доля в компании по закрытой подписке продаются одному инвестору или узкому кругу инвесторов. В их качестве могут выступать портфельные инвесторы (финансовые и страховые компании, инвестиционные фонды и банки), а также физические лица.

Основная цель подобных инвесторов — преумножить вложенные средства при выходе из проекта. Выход инвестора осуществляется путем продажи своей доли первоначальным собственникам или в процессе публичного размещения акций на фондовой бирже.

В отличие от кредиторов, которые при выдаче займа оценивают ликвидность активов компании и ее способность обслуживать долг, для портфельных инвесторов основной интерес представляет потенциал роста стоимости корпорации или ее отдельного проекта. Этот потенциал складывается из перспектив освоения соответствующих рынков, вывода новых продуктов или услуг, осуществления сделок по слияниям и поглощениям.

Кроме того, у корпорации должна быть слаженная команда менеджеров, перспективные торговые марки и необходимые лицензии, прозрачная структура бизнеса, инновационные технологии и т.п. Желательно, чтобы корпорация была перспективным игроком или даже лидером на каком-то рынке. В любом случае бизнес или проект должен иметь очевидные конкурентные преимущества, быть рентабельным и обладать высоким потенциалом роста, который гарантировал бы портфельному инвестору ожидаемый результат.

польз. №486952; dt: 1569490139, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490144, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Как правило, портфельные инвесторы не принимают активного участия в управлении бизнесом. При этом компания, имея в составе собственника в лице известного финансового института, получает доступ к другим источникам привлечения капитала. Например, после вхождения в капитал лизинговой компании Europlan фонда прямых инвестиций Baring Vostok Capital Partners в 2003 г. она сумела привлечь заемное финансирование на сумму около 400 млн дол., а ее собственный капитал вырос более чем в 3 раза. Помимо предоставления финансовых ресурсов портфельные инвесторы могут оказывать консалтинговые услуги, принимать участие в разработке стратегии развития бизнеса.

Частное размещение акций осуществляется в несколько этапов. На *первом этапе* определяются потребности в финансировании, проводится выбор финансового консультанта. Необязательным, но желательным является предварительный переход на международные стандарты отчетности, а также получение аудиторского заключения.

На *втором этапе* совместно с выбранным консультантом готовится инвестиционный меморандум, содержащий описание проекта и структуры предлагаемого размещения. Основной акцент в меморандуме делается на описании бизнес-идеи, а также ключевых компетенций и конкурентных преимуществ корпорации, необходимых для ее реализации. Описываются также потенциальные риски, опыт менеджмента, видение роли и участия будущего инвестора в управлении бизнесом.

Следующий этап — формирование списка потенциальных инвесторов и определение параметров размещения. Обычно эти функции возлагаются на финансового консультанта. Он формирует команду аналитиков, которые осуществляют рассылку меморандума инвесторам, общаются с будущими покупателями.

Заключительным этапом подготовки к частному размещению выступает road-show, в рамках которого проводится презентация компании и заключаются сделки с конкретными инвесторами.

Частные размещения получили широкое распространение в Российской Федерации. Многие из отечественных корпораций, акции которых в настоящее время обращаются на организованных фондовых рынках, прошли через этап частного размещения. Ниже, в табл. 10.3 приведены параметры и результаты частных размещений некоторых российских компаний.

Таблица 10.3
Частные размещения российских компаний

Предприятие	Инвестор	Объем привлеченных средств, млн дол.	Доля в компании, %	Цель
«Яндекс»	Baring Vostok Capital Partners	5,3	35,7	Разработка новых сервисов, развитие бренда
«Элекснет»	Mint Capital	12,0	Более 25	Расширение масштабов бизнеса, региональная экспансия
Gallery	Baring Vostok Private Equity Fund	25,0	40,63	Поглощение конкурентов, выход в столичный регион
«ТрансКонтейнер»	20 инвесторов	316,6	15,0	Развитие контейнерных перевозок

польз. №486952; dt: 1569490144, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490151, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Выделяют следующие преимущества частных размещений:

- корпорация сама определяет условия размещения, состав участников, количество и цену акции;
- отсутствие жестких законодательных требований, а также формальных требований бирж, государственных регуляторов и т.п.;
- для привлечения средств не требуется материального обеспечения;
- инвесторы, как правило, не вмешиваются в текущее управление бизнесом;
- повышается капитализация бизнеса;
- сравнительно невысокие затраты на подготовку;
- небольшой срок проведения сделки (от 1,5 до 3 месяцев);
- расширение возможностей по привлечению финансирования из других источников, подготовка к публичному размещению акций и др.

К недостаткам частных размещений следует отнести:

- зависимость от узкого круга или единственного инвестора, необходимость предоставления им детальной информации о хозяйственной деятельности;
- возможно, потребуется введение представителя инвестора в совет директоров;
- ограниченный срок участия инвестора (как правило, не более 5 лет);
- незапланированный выход в случае неблагоприятных условий или событий, возможность продажи своей доли «нежелательным» инвесторам и др.

Публичное размещение акций среди инвесторов (IPO, SPO)

Корпорации, испытывающие потребность в финансовых ресурсах, могут осуществлять первичное (Initial Public Offering, IPO) или дополнительное размещение (Secondary Public Offering, SPO) акций путем публичного их предложения широкому кругу инвесторов.

> Согласно Закону о рынке ценных бумаг, под публичным размещением понимается «размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг».

Публичное размещение акций по открытой подписке приобрело особую популярность в Российской Федерации за последние два десятилетия. Только за период с 2000 по 2013 г. общий объем IPO-SPO российских компаний составил более 100 млрд дол. США.

Пионерами на рынке публичных размещений стали отечественные телекоммуникационные компании. Первое IPO в истории новой России провело ОАО «Вымпелком» в ноябре 1996 г. При этом объем привлеченных средств составил 110,8 млн дол. В сентябре 1999 г. его примеру последовало ОАО «Голден Телеком» (114 млн дол.), в июне 2000 г. — ОАО МТС (353 млн дол.).

В 2006 году посредством IPO российским предприятиям удалось привлечь уже 15 млрд дол. США. А в 2007 году Россия стала лидером среди стран Европы по публичным размещениям акций, объем которых составил 29,4 млрд дол. Наиболее крупные размещения российских компаний приведены в табл. 10.4.

На практике выход на IPO/SPO, как правило, преследует две основные цели. Первая — привлечь средства для развития предприятия или проекта. Вторая — капитализировать достигнутые результаты, а также обеспечить выход из бизнеса отдельных владельцев. Согласно результатам ряда исследований, в настоящее время лишь от 20 до 40% публичных размещений осуществляется с целью привлечения средств для развития бизнеса (табл. 10.5).

польз. №486952; dt: 1569490151, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490156, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таблица 10.4
Наиболее крупные IPO российских компаний

Предприятие	Год размещения	Объем привлеченных средств, млн дол.
ОАО «Роснефть»	2006	10656
ОАО «Сбербанк»	2007	8800
ОАО «ВТБ»	2007	7982
ОАО UC Rusal	2010	2240
ОАО «ПИК»	2007	1850
ОАО «Мегафон»	2012	1830
АФК «Система»	2005	1566
AFI Development	2007	1400
ОАО «Яндекс»	2011	1400
ОАО «ТМК»	2006	1081
ОАО «Северсталь»	2006	1063
ОАО «Комстар ОТС»	2007	1062
TCS Group Holding	2013	1090
ОАО «ММК»	2006	999

Таблица 10.5
Использование полученных от IPO средств российскими предприятиями, в млн дол. США

Предприятие	Год размещения	Объем привлеченных средств	Использование привлеченных средств
ОАО «Вымпелком»	1996	110,80	Расширение сотовой сети, покупка оборудования
ОАО «МТС»	1999	353,00	Развитие сотовой сети, покупка региональных операторов
ОАО «Пава»	2002	7,76	Расширение производства, покупка новых мощностей
ОАО «Калина»	2004	22,60	Покупка доли в немецкой компании Dr. Sheller
АФК «Система»	2005	1557,00	Развитие проектов «Стрим» и «МТУ-Интел»
ОАО «Магнит»	2006	368,00	Покупка торговых сетей, расширение бизнеса в регионах
ОАО «Черкизово»	2006	251,30	Строительство птицефабрик и свиноферм, внедрение новых технологий переработки

В узком смысле IPO — это первое публичное предложение акций компании широкому кругу инвесторов. Однако в силу особенностей механизма приватизации отечественных предприятий в ходе проведения экономических реформ к IPO в РФ часто относят и дополнительное предложение уже торгующихся на организованных рынках акций, а также публичную продажу пакетов действующих акционеров. В связи с этим в дальнейшем мы будем рассматривать IPO в широком смысле, характерном для российской практики.

Подготовка и проведение IPO — сложный процесс, в котором кроме самой компании принимают участие различные организации и лица (табл. 10.6).

польз. №486952; dt: 1569490156, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490162, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таблица 10.6
Участники процесса IPO и выполняемые ими функции

Участник	Функции
Владельцы (акционеры) компании	Принимают стратегические решения о проведении IPO по итогам консультаций с андеррайтером, одобряют схему и параметры размещения (цену, объем, площадки и др.), а также структуру сделки
Менеджмент компании	Готовит необходимые информационные материалы, принимает решения по проекту совместно с андеррайтером, осуществляет необходимые подготовительные действия
Лид-менеджер (андеррайтер)	Разрабатывает план и схему IPO, координирует работу команды проекта. Организует синдикат банков, осуществляет андеррайтинг, проводит road-show, взаимодействует с инвесторами, биржами, ЦБ РФ, другими государственными органами
Юридические консультанты	Осуществляют юридическое сопровождение проекта, участвуют в проведении due diligence, подготовке всех юридических документов по сделке, проспекта эмиссии, разработке схемы IPO
Аудиторы	Заверяют финансовую отчетность компании по российским и международным стандартам, проводят независимый анализ проспекта эмиссии, осуществляют консультации в рамках проведения due diligence, подтверждают точность финансовой информации, опубликованной в проспекте эмиссии
Финансовый консультант	Готовит проспект эмиссии, определяет ее параметры, оказывает консультации, участвует в процедуре due diligence
PR-агентство	Осуществляет PR-сопровождение проекта, взаимодействует с зарубежными и российскими СМИ. Активно работает с PR- и IR-службами компании и инвесторами

В общем случае подготовка и проведение IPO российской компанией предполагает осуществление нескольких этапов.

Принятию решения о проведении IPO предшествует большая предварительная работа. Предприятию необходимо перейти на международные стандарты финансовой отчетности, провести аудит отчетности и систем внутреннего контроля за 3—4 года, предшествующих IPO, осуществить необходимые структурные преобразования, создать публичную кредитную историю, например путем эмиссии облигаций.

Одновременно с принятием решения о проведении IPO формируется команда участников, которая будет готовить будущее размещение и проспект эмиссии. На этом этапе выбирается лид-менеджер (инвестиционная компания или банк), финансовый и юридический консультант, аудиторская фирма и другие участники, а также распределяются их обязанности. Проводится общее собрание акционеров, на котором утверждается решение о проведении IPO.

Следующим этапом является определение параметров и выбор механизма осуществления IPO. В зависимости от целей, внешних и внутренних условий компании могут выбирать различные механизмы проведения IPO: размещение на российских площадках, выпуск депозитарных расписок на зарубежных биржах, одновременная эмиссия и в Российской Федерации и за рубежом. Основными критериями при выборе площадки и механизма для размещения являются:

- возможная цена размещения и потенциал роста котировок;
- целевая группа инвесторов;
- размеры компании;

польз. №486952; dt: 1569490162, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490168, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- требования по раскрытию информации в ходе и после размещения, уровень ответственности менеджмента;
- сроки реализации;
- затраты, связанные с тем или иным механизмом размещения;
- имиджевые эффекты.

Далее начинается подготовка компании к предстоящему IPO, проводится процедура комплексной юридической и финансовой оценки ее деятельности (due diligence), приводится в соответствие организационная структура и система управления.

Основная цель процедуры due diligence — проверка достоверности представленных в отчетности, инвестиционном меморандуме и проспекте эмиссии показателей хозяйственной деятельности. Особое внимание также уделяется юридическим аспектам: легальности бизнеса и активов, законности заключения сделок и договоров, информации о дочерних и аффилированных компаниях, совете директоров, капиталовложениях, корпоративном управлении, охране окружающей среды, лицензиях и разрешениях, прошлых или текущих претензиях к компании, имевших место судебных разбирательствах.

В процессе проведения due diligence компании ее менеджмент должен тесно взаимодействовать с привлеченными специалистами и консультантами, оказывать им необходимую помощь. По итогам проверки андеррайтер и консультанты составляют подробный отчет, в котором указывают на обнаруженные риски и дают прогнозы развития компании, а также успешности проведения ею IPO.

Не менее важная задача, решаемая на этапе подготовки, — упорядочение организационной структуры. Многие российские компании состоят из нескольких формально не связанных друг с другом организаций, что позволяет им защищать активы и оптимизировать налоги. Однако для привлечения средств с использованием рыночных механизмов необходимо привести организационную структуру компании в соответствие с требованиями инвестиционного сообщества, сделать ее прозрачной и понятной для потенциальных инвесторов.

Важнейшим этапом процесса IPO является разработка проспекта эмиссии. Проспект эмиссии составляется в соответствии с требованиями регуляторов и должен содержать всю необходимую инвесторам информацию о компании: финансовую отчетность за последние годы, описание целевого рынка, конкурентов, стратегии развития, команды менеджеров и т.п. Подготовленный проспект эмиссии направляется для проверки и регистрации в ЦБ РФ, а также рассылается институциональным инвесторам.

В Российской Федерации порядок выпуска, а также содержание проспекта эмиссии и раскрываемая при этом информация регулируется законодательством[1].

Цель проведения road-show — убедить потенциальных инвесторов приобрести акции компании. В процессе его проведения представители эмитента проводят встречи с инвесторами и осуществляют презентацию компании. Его продолжительность составляет около месяца. По мере проведения road-show андеррайтеры начинают формировать книгу заявок, а по окончании руководство компании встречается с институциональными инвесторами для согласования объема выпуска и цены акций в зависимости от ожидаемого спроса. Далее осуществляется техническая процедура размещения акций среди инвесторов, по завершении которой начинается их свободное обращение на бирже.

В целом IPO — длительный, сложный и затратный процесс, требующий значительных усилий и слаженной работы всех его участников. Ниже приведен пример реализации процесса публичного размещения акций корпорацией «Фармстандарт» (табл. 10.7).

[1] Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (с последующими изменениями и дополнениями).

польз. №486952; dt: 1569490168, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490177, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таблица 10.7
Подготовка и проведение IPO корпорацией «Фармстандарт»

Привлеченные средства	951,54 млн дол. США
Объем эмиссии	43% уставного капитала
Биржа	LSE, РТС, ММВБ
Подготовительные этапы	
2004—2006 гг.	Аудит в соответствии с МСФО
2005 г.	Изучение рынка, маркетинговые исследования, определение плана реструктуризации компании
Июнь 2006 г.	Решение о выходе на IPO, выбор андеррайтеров («Ситибанк» и UBS)
Июль 2006 г.	Определение графика выхода на IPO и начало работы над проектом. Цель — выход на IPO в ноябре 2006 г.
Август 2006 г.	Приостановка выхода на IPO в связи с решением о приобретении компании «Мастерлек»
Сентябрь—декабрь 2006 г.	Покупка компании «Мастерлек» и ее консолидация в основной бизнес
Январь 2007 г.	Возобновление работ по проекту IPO. Постановка цели — выход на IPO в мае 2007 г.
Февраль—апрель 2007 г.	Проведение due diligence
Проведение размещения	
Март—апрель 2007 г.	Подготовка информационного меморандума
Апрель 2007 г.	Презентация аналитикам и премаркетинг
Апрель—май 2007 г.	Road-show
Май—июнь 2007 г.	Размещение, получение средств от инвесторов

Как уже отмечалось, осуществление IPO требует значительных расходов. Единовременные издержки по организации IPO, как прямые (оплата услуг финансового консультанта, андеррайтера, юридических и аудиторских фирм, биржи, регистратора, маркетинговых агентств и т.п.), так и косвенные (расходы на реорганизацию систем управления и контроля, финансовых потоков, продвижение бренда компании), могут быть довольно значительными — от 7 до 20% общего объема привлеченных средств. Так, расходы на размещение акций ОАО «РБК» на российском рынке составили около 2 млн дол. США, а расходы ОАО «МТС» при размещении на Нью-Йоркской фондовой бирже превысили 45 млн дол. США. В процессе проведения «народного» IPO российским банком «ВТБ» только на маркетинговые мероприятия было затрачено около 30 млн дол.

Российские компании могут также осуществлять предложение своих акций инвесторам напрямую, минуя биржевой рынок (Direct Public Offering, DPO).

В целом финансирование за счет продажи или публичной эмиссии обыкновенных акций имеет следующие ***преимущества***:

- возможность привлечения значительных объемов денежных средств для реализации масштабных инвестиционных проектов;
- этот источник не предполагает обязательных выплат (решение о дивидендах принимается советом директоров и утверждается общим собранием акционеров);
- акции не имеют фиксированной даты погашения — это постоянный капитал, который не подлежит возврату или погашению;

польз. №486952; dt: 1569490177, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490183, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- проведение IPO существенно повышает статус корпорации как заемщика (повышается кредитный рейтинг, по оценкам экспертов стоимость привлечения кредитов и обслуживания долга снижается на 2—3% годовых), акции могут также служить в качестве залога по обеспечению долга;
- обращение акций корпорации на биржах предоставляет собственникам более гибкие возможности для выхода из бизнеса;
- повышается капитализация корпорации, формируется рыночная оценка ее стоимости, обеспечиваются более благоприятные условия для привлечения инвесторов;
- эмиссия акций создает положительный имидж в деловом сообществе, в том числе на международном уровне и т.д.

К общим ***недостаткам*** финансирования путем эмиссии обыкновенных акций следует отнести:

- длительность подготовки и проведения размещения (не менее года);
- более высокая стоимость привлеченного капитала по сравнению с другими источниками;
- возможность потери контроля над бизнесом;
- необходимость публичного раскрытия информации о компании в соответствии с требованиями регуляторов;
- сложность организации и проведения эмиссии, значительные расходы на ее подготовку и др.

Следует отметить, что проявление перечисленных недостатков в Российской Федерации имеет свою специфику. Широкому распространению практики проведения IPO российскими компаниями препятствуют как внешние факторы (низкая емкость фондового рынка, особенности правового регулирования, доступность иных источников финансирования), так и внутренние ограничения (неготовность большинства предприятий к IPO, настороженное отношение собственников к возможным издержкам прозрачности, опасения потери контроля и т.п.).

Поскольку низкая емкость отечественного фондового рынка не позволяет привлечь значительные объемы средств, крупные российские компании (с капитализацией от 200 млн дол.) предпочитают проводить IPO на международных рынках (NYSE, NASDAQ, LSE, FSE, Euronext, HSE и др.) в виде размещения депозитарных расписок на свои обыкновенные акции.

Выпуск депозитарных расписок на акции

Под депозитарной распиской (depositary receipts) в общем случае понимается свободнообращающийся сертификат, подтверждающий права его держателя на определенное количество депозитарных акций.

В свою очередь депозитарная акция — это номинированная в иностранной валюте ценная бумага, подтверждающая право собственности ее владельца на определенное количество акций иностранной компании, выпускаемая специальным банком-депозитарием страны, в которой осуществляется размещение.

Акции корпорации, на которые выпускаются депозитарные акции, изымаются из обращения на национальном фондовом рынке и депонируются в иностранном банке — кастодиане (хранителе).

Таким образом, депозитарная расписка — это выпущенный иностранным банком-депозитарием сертификат, подтверждающий право собственности на определенное количество депозитарных акций, которые в свою очередь представляют право собственности на определенное количество депонированных ценных бумаг соответствующей компании.

Наибольшее распространение в мировой практике получили американские депозитарные расписки — ADR, первый выпуск которых состоялся в 1927 г. Однако в настоящее время популярность приобретают глобальные депозитарные расписки — GDR и европей-

польз. №486952; dt: 1569490183, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490188, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ские депозитарные расписки — EDR. Глобальные депозитарные расписки номинируются в долларах США и могут выпускаться как на американском рынке, так и за его пределами. Европейские депозитарные расписки номинируются в евро и предназначены только для стран зоны евро.

В настоящее время выпуск ADR (GDR, EDR) осуществили более 150 российских корпораций.

Владение ADR/GDR/EDR фактически наделяет иностранного инвестора теми же правами, что и собственника ценных бумаг компании, но значительно снижает риск инвестирования в компании стран с неустойчивой и развивающейся экономикой.

На практике единственным различием между этими видами расписок является рынок, для которого они предназначены, хотя необходимо отметить, что на различных международных биржах к ним предъявляются разные правила и требования по листингу. Расчеты по депозитарным распискам проходят либо через Депозитарную трастовую компанию (DTC) в США, либо через систему Euroclear в Европе.

Разместить акции за пределами РФ можно только с разрешения ЦБ РФ (ст. 16 Закона о рынке ценных бумаг). Заявление для получения такого разрешения должны подписать как российский эмитент, так и банк-депозитарий, выпускающий соответствующие депозитарные расписки. Одним из условий выдачи разрешения ЦБ РФ является включение акций данного предприятия в котировальный список одной из российских бирж.

С 2010 года максимальная доля акций компании, обращающихся за рубежом, снижена с 30 до 25%. Рассчитывать на такую долю могут эмитенты, чьи акции входят в котировальный список «А» либо если их размещение и обращение организовывает банк-депозитарий в стране, регулятор которой заключил соглашение о взаимодействии с ЦБ РФ.

Если акции включены в котировальный список «Б», то за границей может обращаться лишь 15% акций той же категории. Для списков «В» или «И», а также для компаний, имеющих стратегическое значение для безопасности страны и ведущих геологоразведку или добычу полезных ископаемых на участках федерального значения, установлено ограничение в 5%.

Общее количество ценных бумаг, приобретаемых за пределами России, не должно превышать 50% количества ценных бумаг, предложенных внутри страны.

Поскольку принципиальных различий в экономической сущности различных видов депозитарных расписок не существует, в дальнейшем этот инструмент будет рассмотрен на примере ADR. Существует три уровня ADR. Выбор уровня зависит от возможностей и целей предприятия.

Для реального привлечения капитала необходимо выпустить ADR третьего уровня. К ADR-3 применяются дополнительные требования по регистрации, выпуск и обращение бумаг этого уровня строго контролируется регулирующими органами и законодательством США. Так, согласно расчетам NASDAQ, стоимость выпуска ADR третьего уровня с первичным размещением акций составляет от 2 млн до 4 млн дол. США. Однако, выпустив ADR-3, предприятие существенно расширяет свои возможности в привлечении капитала. Помимо возможности размещения новых акций у него появляется ликвидный инструмент, который можно использовать как залог под привлечение долгового финансирования. Можно также выпускать конвертируемые инструменты, например облигации, обмениваемые через определенный период времени на акции по заранее установленному коэффициенту.

Примерами российских фирм, выпустивших ADR-3, являются «Вымпелком», «МТС», «Вимм-Билль-Данн», «Мечел» и др. По оценкам экспертов, выпуск ADR третьего уровня приемлем для предприятий, капитализация которых превышает 500 млн дол.

польз. №486952; dt: 1569490188, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490196, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Уполномоченным банком-депозитарием, который выпускает ADR на акции российских предприятий и осуществляет расчеты по ним, является The Bank of New York (BONY), кастодиальные услуги (услуги банка — хранителя акций) предоставляет The Bank ING Eurasia. Торговля ADR на российские акции осуществляется в основном на Нью-Йоркской бирже (NEWEX) и на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE).

Основными причинами, делающими выпуск депозитарных расписок ***привлекательным*** для российских корпораций, являются:

- привлечение значительных средств для реализации стратегических инвестиционных проектов (например, Газпром инвестировал часть дохода от размещения ADR в строительство трубопровода Ямал — Европа, а Вымпелком — в развитие сети «Билайн» и освоение нового стандарта сотовой связи GSM-1800);
- повышение капитализации и создание международной деловой репутации;
- рост кредитоспособности корпорации, ее возможности осуществлять крупные займы на зарубежных рынках;
- продвижение своей продукции на международных рынках (например, компания «Вимм-Билль-Данн» в начале 2002 г. перед выходом на американский рынок со своей продукцией выпустила ADR, что способствовало ее узнаваемости потребителями).

К ***недостаткам*** подобного финансирования следует отнести:

- доступность только крупным и сравнительно известным предприятиям;
- высокая стоимость размещения депозитарных расписок и обслуживание их обращения;
- необходимость соблюдения жестких требований регулятора в стране размещения;
- повышенные требования к прозрачности фирмы;
- необходимость ведения финансовой отчетности по международным стандартам и проведения аудита известной фирмой и др.

Ужесточение правовых норм по регулированию обращения акций и депозитарных расписок на фондовом рынке США, вызванное принятием в 2002 г. закона Сарбейнса — Оксли, действие которого вступило в силу для иностранных компаний с 31 декабря 2005 г., привело к резкому возрастанию стоимости их выпуска и обслуживания. В результате все большую популярность среди российских предприятий приобретают значительно более дешевые программы выпуска GDR, размещаемых на фондовых биржах — Лондонской (LSE), Франкфуртской (FSE), Гонконгской (HSE) и др.

Так, в 2010 г. известная российская компания «Российский алюминий» (Русал) осуществила выпуск депозитарных расписок в рамках проведения IPO на бирже Гонконга. Компания привлекла 2,24 млрд дол., а ее рыночная капитализация составила 22,3 млрд дол. Глобальными координаторами IPO «Русала» выступили BNP Paribas и Credit Suisse, а финансовыми консультантами — банки Rothschild, «Ренессанс Капитал», Сбербанк и «ВТБ Капитал».

10.5. Источники и инструменты заемного финансирования

Для удовлетворения своих потребностей в финансовых ресурсах корпорации могут привлекать различные виды займов. Эффективное использование займов позволяет расширить масштабы деятельности, повысить рентабельность собственного капитала, а в итоге — и стоимость бизнеса. С экономической точки зрения любой заем представляет собой безусловное обязательство субъекта осуществить возврат к определенному сроку полученной в долг суммы и выплатить ее владельцу заранее оговоренное вознаграждение в виде процентов за использование средств.

польз. №486952; dt: 1569490196, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490203, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Источники и инструменты заемного финансирования достаточно разнообразны. Ниже будет дана краткая характеристика сущности и особенностей наиболее популярных инструментов заемного финансирования, применяемых в отечественной и мировой практике.

Заемное финансирование базируется на следующих основополагающих принципах, определяющих его сущность:

- возвратность;
- платность;
- срочность.

Принцип возвратности отражает необходимость полного возмещения заемщиком полученной суммы (основной суммы долга) в установленные сроки. В реальной практике выполнение этого требования заемщиком зависит от стабильности финансовых результатов его деятельности (выручка от продаж, прибыль и т.п.), а также от качества обеспечения займа.

Принцип платности выражает обязательность уплаты заемщиком процентов за право пользования в течение определенного времени предоставленными кредитором ресурсами. Процентные ставки по займам включают рыночную стоимость денег в зависимости от сроков и объемов, а также премии за риск, ликвидность и другие требуемые кредиторами.

Принцип срочности характеризует период времени, на который предоставляются заемные средства и по истечении которого они должны быть возвращены кредитору.

В дополнение к указанным принципам некоторые виды займов предусматривают необходимость *обеспечения* возврата предоставленных средств и соответствующих процентных выплат.

В общем случае заемное финансирование независимо от инструмента привлечения обладает следующими ***преимуществами***:

- фиксированная стоимость и срок, обеспечивающие определенность при планировании денежных потоков;
- размер платы за использование не зависит от доходов корпорации, что позволяет сохранять избыток доходов в случае их роста в распоряжении собственников;
- возможность поднять рентабельность собственного капитала за счет использования финансового рычага;
- плата за использование вычитается из налоговой базы, что снижает стоимость привлекаемого источника и капитала корпорации в целом;
- не предполагается вмешательство и получение прав на управление и др.

К общим ***недостаткам*** заемного финансирования следует отнести:

- обязательность обещанных выплат и погашения основной суммы долга независимо от результатов хозяйственной деятельности;
- увеличение финансового риска;
- наличие ограничивающих условий, которые могут влиять на хозяйственную политику корпорации (например, ограничения на выплату дивидендов, привлечение других займов, слияния и поглощения, оформление в залог активов и т.п.);
- возможные требования к обеспечению;
- ограничения по срокам использования и объемам привлечения.

Помимо общих, каждый конкретный инструмент заемного финансирования может иметь собственные преимущества и недостатки, вытекающие из его специфики.

Основными инструментами заемного финансирования являются: *банковский кредит* (*bank loan*), *выпуск облигаций* (*bond*), *лизинг* (*leasing*).

польз. №486952; dt: 1569490203, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490207, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Банковский кредит

Кредит (от лат. credo — верю) представляет собой классический и наиболее известный инструмент заемного финансирования.

Субъектом кредитования является юридическое или физическое лицо, претендующее на получение денежных ресурсов на условиях займа и отвечающее требованиям, предъявляемым кредиторами (как правило, коммерческими банками) к заемщикам.

Доступность кредитов для юридических лиц зависит от различных факторов: макроэкономической ситуации, организационно-правовой формы ведения бизнеса, отрасли, вида деятельности, финансового состояния, кредитоспособности и др.

Объектом кредитования выступают цели, на которые заемщику требуются средства. При получении кредита корпорации обычно преследуют следующие цели:

- финансирование оборотного капитала (текущей деятельности);
- финансирование инвестиционных проектов (капитальных вложений);
- рефинансирование ранее привлеченных займов;
- финансирование сделок по слияниям и поглощениям и др.

Кредиты *на пополнение оборотных средств* являются краткосрочными (до 1 года). Как правило, их получение занимает немного времени (до 2 недель). В большинстве случаев при их предоставлении банки не требуют залогового обеспечения в виде основных средств. Таким обеспечением служит будущая выручка корпорации либо приобретаемые товарные запасы (при условии их ликвидности). Однако банкам сложно контролировать сохранность запасов в количестве, необходимом для обеспечения кредита, а у корпораций по разным причинам может возникнуть потребность сократить их и запустить в оборот. Поэтому такой кредит легче получить корпорациям с хорошей деловой репутацией и устойчивым финансовым состоянием. Программы по кредитному финансированию оборотного капитала существуют практически в каждом российском банке.

Финансирование капитальных вложений — более сложная процедура, поскольку на эти цели обычно требуются значительные объемы средств, а сроки кредитования превышают 1 год. Предоставление залогового обеспечения в банк по таким кредитам является обязательным требованием независимо от масштабов деятельности корпорации, ее репутации, финансовых показателей и т.д. В качестве отдельного направления можно выделить использование банковских кредитов для финансирования инвестиционных проектов, запускаемых «с нуля».

Рефинансирование ранее привлеченных заемных средств — получение нового кредита на более выгодных условиях и погашение с его помощью долга, привлеченного на менее выгодных условиях.

Финансирование сделок по слияниям и поглощениям с привлечением заемных средств — операции, характеризующиеся значительным риском. Банки, выдающие кредиты в данных целях, стремятся компенсировать свои риски за счет повышенных требований к залоговому обеспечению и более высоких процентных ставок.

Необходимо различать кредит и кредитную линию. При предоставлении кредита на ссудном счете клиента отражается вся выданная ему сумма, на которую начисляются проценты в соответствии с условиями кредитного договора независимо от фактического использования заемщиком выделенных средств. С заемщиком заключается соответствующий кредитный договор. Предоставление кредита осуществляется либо разовым зачислением денежных средств на расчетный или валютный счет, либо их зачислением на указанные счета по согласованному графику с указанием конкретных дат или периодов перечисления, определенных в условиях договора.

В случае предоставления кредитной линии на ссудном счете отражается фактическая задолженность (фактически использованные заемщиком средства), на которую и начисляются

польз. №486952; dt: 1569490207, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490213, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

проценты. При этом заемщику устанавливается лимит кредитных ресурсов, в пределах которого он может их использовать. Кредитная линия бывает возобновляемая и невозобновляемая. Невозобновляемая кредитная линия открывается для осуществления различных платежей, связанных с одним или несколькими контрактами или партией товара, регулярными финансово-хозяйственными операциями, а также для покрытия периодически возникающих временных разрывов в платежном обороте корпораций. Рамочная кредитная линия открывается заемщику для оплаты отдельных поставок товаров в рамках контрактов, реализуемых в течение определенного периода, а также финансирования этапов осуществления затрат, связанных с реализацией целевых программ. Под каждую поставку (или этап целевой программы) заключается отдельный кредитный договор в рамках генерального соглашения об открытии рамочной кредитной линии. Обеспечение оформляется по каждому кредитному договору.

Пример

В августе 2009 г. ОАО МТС открыло кредитную линию в Сбербанке России в размере 12 млрд руб. сроком на 3 года и годовой процентной ставкой 15%. Эти средства были направлены на реализацию программы капитальных вложений в развитие сети и другие общекорпоративные нужды компании[1].

Финансовая практика выработала различные виды кредитов. Наиболее распространенным является так называемый *срочный*, или *обычный*, кредит, предоставляемый банком клиенту для целевого использования на фиксированный срок под определенный процент.

Овердрафт — форма кредитования, предоставляющая возможность клиенту получить краткосрочный кредит, как правило, без оформления обеспечения, сверх остатка средств на расчетном счете в пределах установленного для него лимита, величина которого зависит от кредитной истории, стабильности среднемесячных оборотов в банке и других факторов. Процентная ставка по овердрафту обычно выше, чем по обычному кредиту с обеспечением.

Онкольный кредит предоставляется заемщику без указания срока его использования (в рамках краткосрочного кредитования) с обязательством погасить его по первому требованию кредитора. При погашении этого кредита обычно предоставляется льготный период (по действующей практике — до 3 дней).

Револьверный (автоматически возобновляемый) кредит предоставляется на определенный период, в течение которого разрешается как поэтапная выборка выделенных средств, так и поэтапное частичное или полное погашение обязательств по нему. Внесенные в счет погашения обязательств средства могут вновь заимствоваться в течение периода действия кредитного договора в пределах установленного кредитного лимита. Выплата оставшейся непогашенной суммы основного долга и процентов по нему производится по истечении срока действия кредитного договора. Преимуществом этого вида кредита являются минимальные ограничения, накладываемые банком, хотя уровень процентной ставки по нему обычно выше.

Инвестиционный кредит — это долгосрочный кредит (или кредитная линия) на реализацию проекта или программы развития. Поэтому наряду с типовыми требованиями, предъявляемыми к кредитоспособности заемщика и к обеспечению, при выдаче такого кредита банк тщательно изучает бизнес-план проекта (программы), на выполнение которого запрашиваются средства.

Инвестиционный кредит имеет определенные отличия от других кредитных инструментов, в числе которых:

- специфика целевого назначения, которую необходимо документально подтвердить заключенными договорами в рамках разработанного ТЭО или бизнес-плана проекта;

[1] URL : www.mts.ru

польз. №486952; dt: 1569490213, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490219, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- более длительный (до 10 лет) срок предоставления;
- возможность отсрочки погашения основной суммы долга;
- высокая степень риска для кредитора.

В отечественной практике инвестиционные кредиты обычно предоставляются крупным и известным корпорациям или клиентам кредитующего банка на срок от 3 до 5—7 лет, но не превышающий срока окупаемости самого проекта. При этом условия получения такого кредита могут существенно различаться.

Например, банк «Возрождение» предоставляет инвестиционные кредиты на срок до 5 лет только своим клиентам, работающим на своих рынках не менее 2 лет. Помимо этого необходимо соблюдение следующих условий[1]:

- безубыточная деятельность предприятия на протяжении последних 5 кварталов, отсутствие просроченной задолженности перед бюджетами всех уровней и внебюджетными фондами;
- наличие актов землеотвода, разрешительной документации на строительство, экологической экспертизы и других юридических документов, без которых реализация проекта невозможна;
- участие заемщика в проекте собственными средствами в объеме не менее чем 30% его стоимости. Если банк финансирует более 50% стоимости проекта, срок окупаемости проекта не должен превышать срок запрашиваемого кредита;
- представление подробного бизнес-плана с описанием сути проекта, указанием основных этапов и сроков реализации, объемов финансирования, направления использования привлекаемых инвестиций, основных поставщиков, потребителей и способов работы с ними, финансовых показателей проекта (прибыль, рентабельность, окупаемость). К бизнес-плану должен быть приложен расчет экономической эффективности проекта.

Помимо вышеизложенных в условия предоставления инвестиционного кредита российские банки часто включают такие требования, как поручительства и гарантии третьих лиц, передача в залог активов заемщика, наличие других форм обеспечения[2].

Ипотечный кредит может быть получен от банков, специализирующихся на выдаче долгосрочных займов под залог основных средств или имущественного комплекса корпорации в целом. Корпорация, передающая в залог свое имущество, обязана застраховать его в полном объеме в пользу банка. При этом заложенное в банке имущество продолжает использоваться заемщиком.

Поскольку залогом по ипотечным кредитам выступает недвижимость, сроки их предоставления могут быть существенно выше, чем инвестиционных и синдицированных, что создает благоприятные возможности для привлечения долгосрочного финансирования. Кроме того, благодаря залогу недвижимости ипотека считается банками надежным и сравнительно малорискованным видом кредитования. Право залога регистрируется в государственных органах и не снимается с объекта до истечения договора ипотеки или досрочного погашения кредита.

Основными критериями для банка при определении размера и цены ипотечного кредита являются стоимость залога, уровень доходов клиента (или его способность выплачивать кредит), документально обоснованное качество инвестиционного проекта (цена в договоре купли-продажи, смета расходов на строительство или на ремонт).

В России подобные сделки регулируются ГК РФ и Федеральным законом от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)».

---

[1] URL : www.vbank.ru

[2] Конкретные условия получения кредита, список и формы представления необходимой документации можно найти на веб-сайтах коммерческих банков.

польз. №486952; dt: 1569490219, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490226, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Вместе с тем ипотечное кредитование корпораций пока не получило должного распространения в Российской Федерации.

Синдицированный кредит — это кредит, организуемый пулом кредиторов для одного заемщика в целях финансирования масштабных хозяйственных программ или реализации крупных проектов. Характеризуется он следующими основными чертами:

- совместная ответственность — пул кредиторов выступает по отношению к заемщику как единая сторона, все кредиторы несут перед заемщиком совместную ответственность;
- равноправие кредиторов — ни один из банков не имеет преимуществ по взысканию долга, а все средства, поступающие в счет погашения кредита или от реализации обеспечения, делятся между ними пропорционально предоставленной сумме;
- единство документации — все договоры многосторонние;
- единство информации для всех участников сделки.

Это интересно

Крупнейшей подобной сделкой в истории отечественного рынка стало привлечение в 2007 г. ОАО «Роснефть» двух кредитов на общую сумму 22 млрд дол. для покупки компании «ЮКОС». Другим «рекордсменом» является ОАО «Газпром», которое в 2005 г. привлекло с помощью данного инструмента 13,08 млрд дол.

В российской практике распространено так называемое двухтраншевое синдицированное кредитование, когда сделка осуществляется в два этапа: «А» + «В». При этом условия траншей могут различаться как по длительности, так и по стоимости привлечения средств. В качестве примера рассмотрим схему привлечения синдицированных кредитов российскими телекоммуникационными компаниями.

В 2006 году ОАО «МТС» подписало соглашение о привлечении синдицированного кредита на 1,33 млрд дол. Первый транш — на 630 млн дол. — был предоставлен на 3 года под LIBOR + 0,8%. Срок второго транша на 700 млн дол. — 5 лет, процентная ставка — LIBOR + 1% в первые 3 года, а затем — LIBOR + 1,15%. Организаторами кредита выступили банки ING, Credit Suisse, ABN AMRO, BNP Paribas, HSBC, Raiffeisen, WestLB, Bayerische Landesbank и Sumitomo Mitsui.

Начиная с 2003 г. в Российской Федерации начал формироваться рублевый рынок синдицированных кредитов. Основными заемщиками на этом рынке выступают крупные и средние предприятия, осуществляющие свою деятельность на локальном рынке, доходы и затраты которых выражены в рублях. Ключевое преимущество рублевого кредита — отсутствие валютного риска, а также менее жесткие требования кредиторов, как правило — российских банков. Вместе с тем локальная рублевая сделка может занимать больше времени, а сумма привлечения будет меньше в связи с ограниченным кругом инвесторов.

В качестве базовой ставки по рублевым синдицированным кредитам используется ставка MosPrime, рассчитываемая Национальной валютной ассоциацией.

Многообразие форм и условий получения кредитов определяет необходимость выработки определенной политики управления этим процессом в корпорациях. Процесс получения кредита можно условно разделить на несколько этапов.

Первый этап — определение заемщиком потребности в кредитных ресурсах и параметров займа (вид кредита, объем, срок, приемлемая процентная ставка и т.д.), а также экономическое обоснование их использования.

Денежные ресурсы можно привлекать единовременно и периодически — на определенных этапах развития финансируемого проекта. К примеру, в строительстве получение кредитных средств может быть связано со сроками оплаты услуг различных подрядчиков.

польз. №486952; dt: 1569490226, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490231, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В таком случае целесообразно разбивать кредит на отдельные транши, чтобы не платить банку за привлеченные денежные средства в период, когда предприятие фактически ими не пользовалось.

Особое внимание следует уделять экономическому обоснованию потребностей в заемных средствах. По мнению большинства экспертов и специалистов коммерческих банков, для российских предприятий по-прежнему остается актуальной проблема неспособности заемщиков представить качественный бизнес-план или технико-экономическое обоснование (ТЭО). С одной стороны, это обусловлено ошибочными представлениями о степени важности этих документов при принятии решения банком, с другой — низким профессиональным уровнем специалистов, ответственных за их подготовку. Частое следствие низкого качества обоснования — повышение стоимости кредита (процентной ставки) либо даже отказ банка в предоставлении заемных средств.

На данном этапе следует также предварительно выбрать предмет залогового обеспечения исходя из собственных представлений о величине его стоимости.

Второй этап — выбор банка и проведение предварительных консультаций с потенциальным кредитором. На данном этапе необходимо сделать выбор в пользу того или иного банка и определить наиболее существенные условия кредитного соглашения.

При выборе банка следует учитывать обязательные экономические нормативы его деятельности, устанавливаемые ЦБ РФ. Помимо ликвидности и надежности анализ нормативов позволяет определить максимальный объем средств, которые могут быть предоставлены этим банком в ссуду. Норматив, ограничивающий размеры предоставляемых кредитов, в стандартных случаях составляет 25% собственного капитала банка. Если же заемщик является акционером банка, то максимум ограничен 20%.

Практически обязательным условием предоставления кредита отечественными банками является наличие *обеспечения* своевременного и полного исполнения обязательств заемщиком.

Согласно законодательству РФ, в качестве обеспечения кредита могут выступать:

- передаваемые в залог государственные ценные бумаги и ценные бумаги Сбербанка России;
- передаваемые в залог ценные бумаги субъектов РФ в пределах установленных для них лимитов риска;
- передаваемые в залог ликвидные ценные бумаги банков в пределах установленных для банков-контрагентов лимитов риска;
- передаваемые в залог ценные бумаги корпоративных эмитентов в пределах установленных для них лимитов риска;
- гарантии Минфина России в пределах установленного лимита риска;
- гарантии субъектов РФ или муниципальных образований в пределах установленных для них лимитов;
- передаваемые в залог транспортные средства, оборудование, товарно-материальные ценности;
- передаваемые в залог объекты недвижимости;
- банковские гарантии в пределах установленных для банков-контрагентов лимитов риска;
- поручительства платежеспособных предприятий и организаций;
- передаваемые в заклад драгоценные металлы в стандартных и (или) мерных слитках с обязательным хранением закладываемого имущества в банке.

Основное требование к залогу — его рыночная стоимость должна быть достаточной для компенсации банку основного долга по ссуде (суммы кредита), всех процентов в соответст-

польз. №486952; dt: 1569490231, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490238, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

вии с договором за 1 год, а также возможных издержек, связанных с реализацией залога (пени, штрафы, судебные и прочие издержки при обращении взыскания на обеспечение).

Существует несколько общепринятых способов оценки стоимости залога, которая определяется на основе:

- покупной (балансовой) стоимости с понижающим коэффициентом, по оборудованию — за вычетом износа за период кредитования. Понижающие коэффициенты по различным видам имущества варьируются от 0,5 до 0,7;
- рыночной стоимости по результатам экспертной оценки. Здесь также часто применяются понижающие коэффициенты. При этом большинство российских банков требуют, чтобы оценку проводили компании, с которыми у них установлены партнерские отношения. В некоторых банках экспертизу осуществляют его сотрудники;
- суммы, указанной в договоре страхования имущества, передаваемого в залог.

Издержки, связанные с реализацией залога, как правило, оцениваются от 10 до 20% суммы кредита в зависимости от его вида.

Второе требование к залогу — оформление юридической документации таким образом, чтобы время, необходимое для его реализации в случае невозврата кредита, не превышало 150 дней. Очевидно, что имущество или права, передаваемые в качестве залога, должны быть ликвидными с точки зрения не только рыночного спроса, но и действующего законодательства.

Заемщик обязан также представить документы, подтверждающие:

- полномочия лиц, подписывающих договор по обеспечению;
- его право собственности на имущество, передаваемое в залог;
- отсутствие обременения на имущество (оно не находится под арестом, не передано в залог другому банку);
- законность распоряжения помещениями, где находится залог (если в залог передаются товары, готовая продукция, сырье).

Следует отметить, что помимо основных требований к обеспечению, установленных ЦБ РФ, коммерческие банки могут устанавливать дополнительные требования исходя из собственной деловой практики.

В результате общая сумма обеспечения на практике превышает объем полученного кредита. Недостаточный объем залогового обеспечения — наиболее типичная и основная проблема, с которой сталкиваются корпорации в процессе привлечения кредита.

Для защиты от невозврата размещенных кредитов банк формирует резервы, которые используются для списания безнадежной ссудной задолженности. Размер таких отчислений зависит от качества выданного кредита.

Для определения размеров резервных отчислений банк классифицирует всю ссудную и приравненную к ней задолженность по установленным критериям и их признакам на четыре группы риска. *Стандартные ссуды* предполагают резервирование 1% суммы задолженности по кредиту; *нестандартные* — 20%; *сомнительные* — 50%; *безнадежные* — 100%.

При этом классификация ссуд осуществляется по следующим критериям:

- качество обеспечения кредита;
- количество дней просрочки по кредиту и процентам;
- количество переоформлений кредитного договора (т.е. любых изменений, вносимых в договор по соглашению сторон);
- качество этих переоформлений (насколько внесенные изменения улучшили условия договора для заемщика).

польз. №486952; dt: 1569490238, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490244, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Очевидно, что любой банк стремится к минимизации расходов по резервам, т.е. предпочитает, чтобы все предоставляемые ссуды относились к стандартным.

На третьем этапе, когда выбран банк-партнер и согласованы примерные условия кредита, предприятие направляет ему всю необходимую документацию: юридические документы, бухгалтерскую отчетность, ТЭО, бизнес-планы и т.п. Состав запрашиваемых документов зависит от конкретных параметров кредита и требований банка. На продолжительность данного этапа значительное влияние оказывает наличие или отсутствие всего объема необходимых документов.

Как уже отмечалось, специалисты банков часто отмечают низкое качество предоставляемых бизнес-планов и технико-экономических обоснований проектов, поэтому серьезный подход к их подготовке может существенно упростить процедуру получения кредита. Не стоит забывать и о важности человеческого фактора. Например, репутация и уровень профессионализма менеджмента играет значительную роль при принятии итогового решения кредитным комитетом.

На четвертом этапе после передачи всей необходимой документации в банк начинается процедура оценки заемщика.

Процедура оценки банком кредитоспособности и рисков потенциальных клиентов регламентируется нормативными актами ЦБ РФ (Инструкция ЦБ РФ от 30 июня 1997 г. № 62а «О порядке формирования и использования резерва на возможные потери по ссудам» (ред. от 18.08.2003), Положение ЦБ РФ от 31 августа 1998 г. № 54-П «О порядке предоставления (размещения) кредитными организациями денежных средств и их возврата (погашения)» и др.). Кроме этого, в каждом банке имеются собственные методики оценки.

Обычно банки проводят всестороннюю экспертизу кредитной заявки и заемщиков. При этом оцениваются три основных группы факторов: *правовые*, *финансовые* и *нефинансовые*.

В процессе анализа правовых аспектов юридическая служба проверяет учредительные документы, полномочия лиц, которые будут подписывать договоры с банком, документы по обеспечению. Получая крупный кредит, заемщик должен предоставить все необходимые решения полномочных органов о совершении крупной сделки (свыше 25% активов на последнюю отчетную дату). Если кредит предназначен для финансирования инвестиционного проекта, для расчетов по конкретным договорам или контрактам, банк обязательно проведет юридическую экспертизу этих документов.

Финансовая оценка проводится по данным бизнес-плана и отчетности предприятия. Каждый банк применяет свою методику оценки, однако используемые при этом показатели практически везде одни и те же — коэффициенты ликвидности, платежеспособности, рентабельности и т.п. На практике многие банки ориентируются также на масштабы хозяйственной деятельности, критериями оценки которых является выручка от реализации, занимаемая доля рынка и др. Изучаются также финансовые и юридические связи потенциального заемщика: основные партнеры (поставщики, покупатели, кредиторы, арендодатели, арендаторы), учредители, дочерние компании.

К нефинансовым факторам относятся деловая репутация корпорации, его кредитная история и качество менеджмента.

Процедура предоставления кредитов во всех банках примерно одинакова — представители служб банка (кредитного, юридического отделов, службы безопасности) рассматривают поданные документы и составляют свои заключения. Если они положительны, вопрос о предоставлении займа выносится на рассмотрение кредитного комитета банка. После одобрения кредитного комитета с предприятием заключается кредитный договор.

польз. №486952; dt: 1569490244, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490251, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В настоящее время кредитование реального сектора является основной операцией российских банков. Вместе с тем отечественные компании испытывают устойчивый дефицит кредитных ресурсов, в особенности для финансирования инвестиций.

В качестве основных причин, сдерживающих рост долгосрочного кредитования, аналитики и эксперты отмечают острый дефицит краткосрочных заемных ресурсов (под оборот), невозможность удовлетворения инвестиционных потребностей крупных заемщиков из-за низкой капитализации и слабой ресурсной базы коммерческих банков, а также высокий уровень риска долгосрочных кредитов.

В свою очередь корпорации в качестве основного ограничения, препятствующего эффективному использованию кредитов, называют высокие процентные ставки (62% числа опрошенных). Среди других отмечаемых ограничений — чрезмерные требования по обеспечению (53%), недостаточные сроки (38%) и объемы (17%) кредитования[1].

Подведем некоторые итоги. В целом заемное финансирование за счет банковских кредитов в Российской Федерации имеет следующие ***преимущества***:

- гибкость условий предоставления (в договоре можно предусмотреть специфические требования как заемщика, так и кредитора), а также возможность их пересмотра при необходимости;
- сравнительно небольшие затраты времени и средств на привлечение (от 2 недель до 2 месяцев);
- конфиденциальность сделки, отсутствие строгих требований к раскрытию информации о бизнесе и др.

К ***недостаткам*** кредитного финансирования в Российской Федерации следует отнести следующие:

- низкая капитализация и преобладание коротких пассивов у коммерческих банков, а также жесткие требования ЦБ РФ к формированию резервов под возможные неплатежи делает невозможным получение значительных объемов средств на долгосрочной основе (значительное число российских банков неспособны выдать кредит свыше 10 млн дол.);
- высокие процентные ставки (от 12%), обусловленные инфляцией, а также значительными макро- и микроэкономическими рисками;
- требования к залогу (более 100% объема кредита);
- низкие рентабельность, кредитоспособность и неудовлетворительное финансовое состояние многих компаний и др.

Несмотря на очевидные преимущества, дешевые и долгосрочные банковские займы попрежнему остаются недоступными для многих российских корпораций.

В этих условиях для финансирования крупных инвестиционных проектов наиболее известные корпорации вынуждены прибегать к заимствованиям за рубежом.

Выпуск облигаций

Другим популярным инструментом заемного финансирования в отечественной и мировой практике является **выпуск облигаций**.

Согласно законодательству РФ, размещение облигаций могут осуществлять только хозяйственные общества по решению совета директоров (наблюдательного совета), если иное не предусмотрено уставом. В решении о выпуске облигаций должны быть определены форма, сроки и иные условия их обращения и погашения.

Выпускаемые облигации должны иметь номинальную стоимость. При этом номинальная стоимость всех выпущенных облигаций не может превышать размер уставного капи-

[1] По данным опроса Центра экономической конъюнктуры (ЦЭК).

польз. №486952; dt: 1569490251, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490259, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

тала общества либо величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами для цели выпуска облигаций. Выпуск облигаций разрешается только после полной оплаты уставного капитала общества.

Выпуск облигаций без обеспечения допускается не ранее третьего года существования хозяйственного общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени его двух годовых балансов.

За последние несколько лет корпоративные облигации превратились в популярный инструмент заемного финансирования и привлечения инвестиционных ресурсов как для крупных, так и для средних корпораций.

В 2013 году корпоративные эмитенты сумели преодолеть пятитриллионный рубеж по объему рынка и закончили год с показателем 5,2 трлн руб.[1]

Однако несмотря на очевидные успехи и перспективы развития этого инструмента, масштабы российского рынка облигаций существенно уступают развитым странам. Так, рынки корпоративных облигаций ведущих европейских стран превышают по объемам российский в 30—50 раз. Совокупная капитализация рынка корпоративных облигаций в США составляет 3,5 трлн дол. По некоторым оценкам, до 80% заемного финансирования американских компаний приходится именно на облигации.

Вместе с тем облигационные займы дают отечественным корпорациям ощутимые преимущества по сравнению с банковскими кредитами и векселями, поскольку они позволяют привлекать средства по ставке от 7 до 15% годовых на срок от 3 лет и более, не требуя при этом залогового обеспечения.

Например, в 2014 г. ОАО «Роснефть» разместило облигации на сумму 20 млрд. руб. под 7,95% годовых сроком на 10 лет. Организаторами размещения выступили Газпромбанк, Номос-Банк (ныне ФК «Открытие») и БК «Регион».

В то же время менее известные предприятия, впервые привлекающие заемные средства на рынке облигаций, вынуждены предлагать инвесторам более высокую доходность и возможность досрочного выкупа (оферту).

В целом можно выделить следующие ***преимущества*** облигационных займов, дающих возможность:

- увеличивать сроки заимствований (в настоящее время сроки обращения облигаций отечественных корпораций составляют от 3 до 5 и более лет);
- формировать публичную кредитную историю эмитента, что позволяет в будущем снижать стоимость заемных ресурсов и увеличивать сроки их привлечения, а также выходить на международные рынки капитала;
- в случае необходимости использовать более гибкие формы обеспечения, например гарантии третьих лиц;
- диверсифицировать источники заимствования за счет увеличения числа кредиторов (инвесторов), что обеспечивает снижение стоимости, так как снижаются риски и избавляют от зависимости от одного кредитора;
- оперативно управлять структурой долга за счет проведения операций на вторичном рынке;
- подготовить условия для публичного размещения акций и др.

Однако выпуск и размещение облигаций обходятся дороже, чем получение банковского кредита.

Первичные затраты по выпуску и размещению корпоративных облигаций включают:

- налог на операции с ценными бумагами — 0,2% (но не более 100 000 дол. США) номинальной стоимости выпуска;

[1] URL : www.cbonds.ru

польз. №486952; dt: 1569490259, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490267, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- вознаграждение организатора выпуска — 0,5—0,7% объема займа;
- комиссию биржи — 0,035—0,075% объема займа;
- комиссию депозитария — 0,1 + 0,075% объема займа;
- вознаграждения платежному агенту — до 10000 дол. США;
- презентации для инвесторов — до 20000 дол. США.

В целом, по оценкам аналитиков, средние суммарные расходы на выпуск корпоративных облигаций в Российской Федерации составляют 1,5—3,5% общего объема эмиссии.

Поэтому минимальная сумма эмиссии, которая делает привлечение средств целесообразным, в настоящее время приблизительно составляет не менее 10 млн дол. США.

Кроме того, привлечение подобных займов требует значительных затрат времени (от 4 месяцев) и организационной подготовки.

Выпуск облигаций также предполагает раскрытие информации о деятельности корпорации, что не всегда приемлемо для российского бизнеса.

Тем не менее уже после первого успешного размещения выпуска у корпорации появляется реальная возможность привлекать в будущем средства дешевле, в большем объеме и на более длительные сроки. Кроме того, выпуск облигаций создает базу и служит своего рода репетицией для последующего публичного размещения акций.

Процесс эмиссии облигаций имеет множество финансовых и правовых нюансов, что обусловливает необходимость привлечения консультантов — профессиональных участников фондового рынка, в основном финансовых институтов (банков, инвестиционных компаний и т.п.), которые имеют опыт, а также возможности организовать и осуществить размещение облигаций, формировать вторичный рынок, проводить расчеты и платежи. Крупнейшими компаниями — организаторами облигационных займов на внутреннем рынке являются Внешторгбанк, Газпромбанк, Росбанк, Альфа-Банк, Уралсиб, Ренессанс Капитал и др.

Процесс принятия решения о размещении облигаций включает в себя несколько этапов.

На первом этапе необходимо определиться с выбором финансового консультанта (организатора выпуска или лид-менеджера). При необходимости в процессе подготовки к размещению организатор выпуска может создать синдикат андеррайтеров, который будет осуществлять непосредственное размещение ценных бумаг среди инвесторов. Как правило, в состав синдиката входят инвестиционные банки, которые осуществляют брокерскую деятельность.

На втором этапе финансовый консультант помогает компании определить основные параметры займа и его структуру исходя из потребностей и реальной способности рынка удовлетворить эти запросы. Затем начинается подготовка и регистрация проспекта эмиссии. Информационной поддержкой выпуска, как правило, занимаются как сам эмитент, так и финансовый консультант.

Следующий этап — маркетинговое исследование и поиск потенциальных инвесторов. Эту задачу целесообразно поручить специализированным компаниям, имеющим необходимый опыт успешного размещения ценных бумаг. Особенно важна квалификация финансового консультанта для привлечения крупных инвесторов. В подобных случаях существует практика проведения road-show, когда финансовый консультант или представители эмитента приезжают непосредственно к инвестору и устраивает презентацию предстоящего выпуска облигаций.

После реализации вышеперечисленных шагов начинается техническая процедура размещения облигаций. В большинстве случаев андеррайтер предлагает эмитенту те или иные гарантии, например дает обязательство выкупить какую-либо часть или весь выпуск цен-

польз. №486952; dt: 1569490267, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490273, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ных бумаг. Как правило, размещение проводится в виде открытой подписки либо аукциона. И у того, и у другого способа есть свои преимущества. Выбор остается за эмитентом и организаторами.

В соответствии с законодательством РФ облигации относятся к так называемым *эмиссионным ценным бумагам*. Порядок их выпуска и обращения в настоящее время регулируется ЦБ РФ. Согласно законодательству, процедура эмиссии акций, облигаций и опционов эмитента (далее ценные бумаги) включает следующие этапы:

- принятие решения, являющегося основанием для размещения ценных бумаг;
- утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг;
- государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг;
- размещение ценных бумаг;
- государственную регистрацию отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг или представление в регистрирующий орган уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

Решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг хозяйственного общества утверждается советом директоров (наблюдательным советом) или органом, осуществляющим в соответствии с федеральными законами функции совета директоров (наблюдательного совета). Оно содержит информацию о сроках и способах размещения облигаций, цене размещения и других параметрах выпуска. Принятое решение должно быть утверждено не позднее шести месяцев с момента его принятия советом директоров или общим собранием акционеров.

Наиболее ответственным и трудоемким шагом является подготовка проспекта эмиссии. Проспект утверждается советом директоров или общим собранием акционеров (участников) эмитента и содержит:

- данные об эмитенте (полное наименование эмитента и дата его государственной регистрации; сведения об учредителях, дочерних и зависимых структурах; перечень руководителей; основной вид деятельности, позиция предприятия на рынке, анализ отрасли и конкурентов и др.);
- данные о финансовом положении эмитента (годовая финансовая отчетность компании за последние 3 года);
- сведения о предыдущих выпусках ценных бумаг (описание всех предыдущих выпусков, их условий, способов размещения и т.п.);
- сведения о размещаемых ценных бумагах (полная информация о облигациях, включая объем эмиссии по номиналу и информацию об андеррайтере);
- дополнительная информация (ограничения в обращении облигаций, прочие особенности и условия выпуска и др.).

Как уже отмечалось, подготовка проспекта эмиссии осуществляется с привлечением финансовых консультантов (андеррайтеров). Как правило, подготовка проспекта эмиссии и других необходимых документов занимает 1—2 месяца, после чего их комплект направляется на регистрацию в ЦБ РФ.

Отметим, что регистрация проспекта эмиссии предусмотрена лишь в том случае, когда размещение облигаций проводится путем открытой подписки. При закрытой подписке на облигации регистрация проспекта необходима, если число их приобретателей превышает 500.

Для регистрации выпуска облигаций эмитент должен представить в ЦБ РФ следующий комплект документов:

- заявление на регистрацию;
- анкету эмитента;

польз. №486952; dt: 1569490273, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490278, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- копию документа, подтверждающего государственную регистрацию эмитента;
- справку эмитента об оплате его уставного капитала, подписанную лицом, занимающим должность (осуществляющим функции) единоличного исполнительного органа эмитента, а также главным бухгалтером эмитента или лицом, осуществляющим его функции;
- решение о выпуске ценных бумаг;
- копию (выписку из) решения (протокола собрания (заседания)) уполномоченного лица (органа эмитента), которым утверждено решение о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг и проспект ценных бумаг;
- копию учредительных документов эмитента со всеми внесенными в них изменениями и (или) дополнениями;
- опись представленных документов;
- документ об уплате налога или сбора на эмиссию ценных бумаг;
- иные предусмотренные законодательством документы.

Документы на государственную регистрацию эмиссии ценных бумаг должны быть представлены не позднее 3 месяцев с даты утверждения решения об их выпуске (дополнительном выпуске), а если государственная регистрация выпуска сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг — не позднее 1 месяца с даты утверждения проспекта ценных бумаг, если иное не установлено законодательством.

Государственная регистрация не может быть осуществлена:

- до полной оплаты уставного капитала акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью;
- если сумма номинальных стоимостей (объем выпуска) облигаций в совокупности с суммой номинальных стоимостей всех непогашенных облигаций эмитента, являющегося хозяйственным обществом (т.е. облигаций, обязательства по которым не исполнены), превышает размер его уставного капитала или величину обеспечения, предоставленного третьими лицами.

Банк России обязан осуществить государственную регистрацию выпуска облигаций или принять мотивированное решение об отказе в государственной регистрации не позднее чем через 30 дней с даты представления всех документов. Однако если возникают замечания к представленным документам, они могут быть возвращены на исправление. После исправления выявленных нарушений ЦБ РФ принимает документы на повторное рассмотрение. Таким образом, процесс регистрации может занять не 30 дней, а значительно более длительное время.

Если принимается положительное решение относительно регистрации выпуска облигаций, эмитент обязан обеспечить доступ к информации, содержащейся в проспекте эмиссии. Он должен опубликовать уведомление о порядке раскрытия информации в периодическом печатном издании тиражом не менее 50 тыс. экземпляров (например, газеты «Ведомости», «Коммерсантъ», «Известия»).

Собственно размещение облигаций может быть осуществлено не ранее чем через 14 дней после раскрытия информации о государственной регистрации выпуска. Размещение облигаций должно быть закончено эмитентом не позднее истечения 1 года с даты утверждения решения о выпуске облигаций. Средства, полученные в процессе размещения облигаций, сразу поступают на счет эмитента. Однако с точки зрения регистрирующего органа выпуск облигаций на данном этапе еще не считается завершенным.

В течение 30 дней после размещения облигаций (срок размещения указывается в решении о выпуске облигаций) совет директоров эмитента должен утвердить отчет об итогах выпуска облигаций, который также направляется на регистрацию в ЦБ РФ.

польз. №486952; dt: 1569490278, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490284, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

После официального раскрытия информации инвесторы вправе совершать сделки с облигациями эмитента на вторичном рынке. С формальной точки зрения на этом процесс эмиссии завершен.

Дальнейшие шаги по выводу облигаций на биржевую площадку ММВБ и включение их в биржевые котировальные листы зависят только от решения эмитента и андеррайтера выпуска. Как правило, вывод облигаций на биржу позволяет эмитенту расширить круг их держателей и повысить ликвидность выпуска, что приведет к снижению стоимости последующих займов.

Помимо облигаций, имеющих хождение на российском рынке ценных бумаг, крупные российские корпорации имеют возможность выпускать так называемые кредитные ноты и еврооблигации, которые обращаются на мировых финансовых рынках.

Кредитные ноты

Кредитные ноты (credit linked notes, CLN) в мировой практике являются популярным способом необеспеченного заимствования денежных ресурсов с последующей секьюритизацией долга. Эти инструменты стали использоваться отечественными корпорациями сравнительно недавно. Один из первых выпусков кредитных нот был осуществлен ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» (ОМЗ) в ноябре 2002 г. на сумму 30 млн дол. США. В настоящее время этот инструмент пользуется значительной популярностью как среди крупных, так и средних корпораций.

С точки зрения заемщика, CLN представляет собой обычный валютный кредит зарубежного банка. Однако их основное отличие заключается в том, что банк сразу же реструктурирует задолженность в ценные бумаги и осуществляет их продажу на рынке.

С технической стороны выпуск CLN аналогичен выпуску облигаций. При этом лид-менеджером выпуска обычно выступает банк — российский или иностранный. Ведущими организаторами выпуска кредитных нот в России являются коммерческие банки.

На начальном этапе организации выпуска банк проводит оценку потенциального спроса на обязательства заемщика среди инвесторов. Осуществляется подробное исследование деятельности и финансового состояния заемщика, отрасли, рыночной конъюнктуры, ведется активная работа с инвесторами (рассылка проспекта, презентации, выездные встречи и т.д.). В случае положительного решения заемщик получает кредит зарубежного банка, который и будет выступать эмитентом CLN. В качестве эмитента обычно выбирается банк с высоким рейтингом, обладающий опытом в проведении программ CLN. Конкретный выпуск осуществляется отдельным траншем программы. Банк-эмитент осуществляет платежи инвесторам по CLN в случае выполнения обязательств заемщика по кредиту. При этом если получившая кредит корпорация не сможет вовремя и в полном объеме вернуть кредит, риск возможных потерь будут нести владельцы (покупатели) кредитных нот, а не банк-эмитент.

После выпуска CLN начинается торговля этими бумагами на вторичном рынке. Как правило, кредитные ноты обращаются на внебиржевом рынке.

Из-за более высокого риска кредитные ноты торгуются с премией к корпоративным еврооблигациям заемщиков с аналогичным уровнем риска, так как последние подразумевают публичное размещение и соответствуют определенным стандартам по раскрытию информации как экономического, так и юридического характера.

Основные преимущества CLN по сравнению с еврооблигациями заключаются в том, что их выпуск можно осуществить гораздо быстрее и дешевле. Как правило, на выпуск CLN уходит от 8 до 12 недель. Стоимость выпуска CLN на порядок ниже и составляет от 30 до 50 тыс. дол. Значительная экономия достигается за счет того, что требования, предъяв-

польз. №486952; dt: 1569490284, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490291, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ляемые рынком к CLN, существенно мягче. Полнота раскрытия информации в проспекте эмиссии, а также наличие рейтинга и международного аудита определяются заемщиком и организаторами займа самостоятельно.

Выпуск кредитных нот является хорошим способом формирования кредитной истории перед эмиссией еврооблигаций. Например, уже через два месяца после выпуска кредитных нот на сумму 100 млн дол. «АФК Система» осуществила эмиссию еврооблигаций.

Однако процентная ставка по кредитным нотам в среднем на 1—2% выше, чем по еврооблигациям.

По мнению специалистов, в настоящее время выпуск CLN объемом меньше 100 млн дол. США экономически нецелесообразен, поскольку расходы на его организацию могут перекрыть полезный эффект, из-за которого публичный заем более выгоден, чем банковский кредит. В целом этот инструмент предназначен для зрелых компаний, имеющих годовой оборот не менее 250 млн дол.

Основными покупателями CLN отечественных предприятий являются российские банки. Среди иностранных инвесторов основная доля приходится на филиалы зарубежных банков в Российской Федерации, а также специализированные инвестиционные фонды, хедж-фонды, правила которых позволяют покупать высокорисковые ценные бумаги.

Выпуск еврооблигаций

Еврооблигации — это необеспеченные долговые инструменты, выпускаемые на предъявителя и продаваемые за пределами внутреннего рынка страны, валюта которой используется в качестве номинации. Хотя еврооблигации могут быть выпущены в любой стране и валюте, большинство из них номинировано в долларах США или евро.

Выпуск еврооблигаций связан с проведением определенной подготовительной работы и значительными издержками, однако он окупается возможностью привлечь весьма значительные объемы финансирования на длительные сроки под сравнительно невысокий процент. Средний срок обращения российских еврооблигаций приблизительно равен 5 годам. Однако ведущие отечественные корпорации размещают выпуски на суммы свыше 1 млрд дол. США, а максимальный срок займов для них составляет от 15 до 30 лет. Так, в августе 2007 г. ОАО «Газпром» разместило еврооблигации на сумму 1250 млн дол. со сроком погашения 30 лет. В условиях мирового финансового кризиса в апреле 2009 г. газовая монополия осуществила крупнейший выпуск еврооблигаций в истории России — на 2,25 млрд дол. Ставка по облигациям составила 9,25% годовых, срок размещения — 10 лет. Другая российская корпорация — ОАО «ЛУКОЙЛ» — в конце 2009 г. разместила два транша еврооблигаций на общую сумму 1,5 млрд дол. При этом ставка купона по 5-летнему выпуску составила 6,375%, а по 10-летнему — 7,375%.

Как уже отмечалось, выход на рынок еврооблигаций сопряжен со значительными издержками, связанными с подготовкой и проведением эмиссии, привлечением зарубежных финансовых консультантов и андеррайтеров, проведением презентаций для международных инвесторов, оплатой услуг юристов и т.п.

К наиболее популярным финансовым институтам, выступающим в качестве организаторов выпусков еврооблигаций российских предприятий, следует отнести Deutche Bank, ABN Amro, CSFB, UBS, DrKW, Citigroup, J.P. Morgan, МДМ и др.

Несмотря на отсутствие какого-либо регулирования рынка еврооблигаций со стороны правительств развитых стран, их эмитенты обычно руководствуются требованиями и стандартами Ассоциации участников первичного рынка международных облигаций (IPMA) и Ассоциации участников международного рынка ценных бумаг (ISMA). Поскольку исто-

польз. №486952; dt: 1569490291, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490297, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

рически основным центром торговли этими инструментами является Лондон, их выпуск также часто регулируется английским Агентством по финансовым услугам (The Financial Services Authority — FSA), требования которого к подготовке соответствующих документов весьма жесткие. В частности, обязательным является наличие трехлетнего аудита отчетности, составленной по международным стандартам, а также кредитного рейтинга от ведущего агентства — S&P, Fitch, Moody's и др. Требуется также полное раскрытие информации о владельцах компании, вплоть до копий паспортов основных акционеров заемщика. В связи с этим только затраты на услуги юристов при выпуске еврооблигаций могут достигать от 600 тыс. до 1 млн дол. Средняя комиссия андеррайтера обычно составляет 0,5—0,7% суммы займа.

Еврооблигации торгуются в основном на Лондонской или Люксембургской бирже. Однако значительная часть их оборота приходится на внебиржевые рынки.

Основными ***преимуществами*** еврооблигаций как источника финансирования являются:

- значительные объемы привлекаемых средств (средний объем выпуска — от 300 млн дол. США);
- длительные сроки обращения (от 3 до 30 лет);
- более низкие процентные ставки (от 5% годовых);
- отсутствие требований к обеспечению и залогу;
- формирование публичной международной кредитной истории и др.

К ***недостаткам*** данного инструмента привлечения займов следует отнести:

- жесткие требования к заемщику по раскрытию информации;
- высокие затраты на привлечение (7—10% общего объема займа);
- необходимость получения кредитного рейтинга от одного из ведущих мировых агентств;
- длительные сроки на подготовку и размещение займа (4—6 месяцев);
- возникновение валютного риска и др.

Несмотря на значительные затраты средств и времени, выпуск еврооблигаций на сумму свыше 500 млн дол. и срок более 5 лет является вполне оправданным. Кроме того, это хорошая «репетиция» перед проведением IPO на международных рынках.

Лизинг

Потребности корпораций в непрерывном техническом перевооружении, внедрении новейших технологий, расширении производства товаров и услуг привели к возникновению новых форм привлечения капитала, одной из которых является использование такого инструмента, как лизинг (leasing).

В общем случае лизинг представляет собой договор, согласно которому одна сторона — арендодатель (лизингодатель) передает другой стороне — арендатору (лизингополучателю) права на использование некоторого имущества (здания, сооружения, оборудования) в течение определенного срока и на оговоренных условиях.

Обычно такой договор предусматривает внесение арендатором регулярной платы за используемое оборудование на протяжении всего срока его эксплуатации. По окончании срока действия соглашения или в случае его досрочного прекращения имущество возвращается владельцу. Однако лизинговые контракты часто предусматривают право арендатора на выкуп имущества по льготной или остаточной стоимости либо заключение нового соглашения об аренде.

В настоящее время в хозяйственной практике развитых стран применяются различные формы лизинга, каждая из которых характеризуется своими специфическими особенностями. К наиболее распространенным из них следует отнести:

- операционный, или сервисный, лизинг (operating lease);

польз. №486952; dt: 1569490297, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490306, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- финансовый, или капитальный, лизинг (financial lease);
- возвратный лизинг (sale and lease back);
- раздельный, или кредитный, лизинг (leveraged lease);
- прямой лизинг (direct lease) и др.

Необходимо отметить, что все существующие виды подобных соглашений являются разновидностями двух базовых форм лизинга — *операционного* либо *финансового*.

Операционный (*сервисный*) *лизинг* — это соглашение, срок которого меньше периода полной амортизации арендуемого актива (как правило, от 1 года до 3 лет). При этом предусмотренная контрактом плата не покрывает полной стоимости актива, что вызывает необходимость сдавать его в лизинг несколько раз.

Важнейшей отличительной чертой операционного лизинга является право арендатора на досрочное прекращение контракта. Подобные соглашения также могут предусматривать оказание различных услуг по установке и текущему техническому обслуживанию сдаваемого в аренду оборудования. Отсюда второе, часто употребляемое название этой формы лизинга — сервисный. При этом стоимость оказываемых услуг включается в арендную плату либо оплачивается отдельно.

К основным объектам операционного (сервисного) лизинга относятся быстро устаревающие (компьютеры, копировальная и множительная техника, различные виды оргтехники и т.д.) и технически сложные, требующие постоянного сервисного обслуживания (грузовые и легковые автомобили, воздушные авиалайнеры, железнодорожный и морской транспорт, строительная техника) виды оборудования.

Нетрудно заметить, что в целом условия операционного лизинга являются более выгодными для арендатора.

В частности, возможность досрочного прекращения аренды позволяет своевременно избавиться от морально устаревшего оборудования и заменить его на более высокотехнологичное и конкурентоспособное. Кроме того, при возникновении неблагоприятных обстоятельств лизингополучатель может быстро свернуть данный вид деятельности, досрочно возвратив соответствующее оборудование владельцу, и существенно сократить затраты, связанные с ликвидацией или реорганизацией производства.

В случае реализации разовых проектов или заказов операционный лизинг освобождает от необходимости приобретения и последующего содержания оборудования, которое в дальнейшем не понадобится.

Использование различных сервисных услуг, оказываемых лизинговой фирмой либо производителем оборудования, часто позволяет сократить расходы на текущее техническое обслуживание и содержание соответствующего персонала.

Обратной стороной указанных преимуществ являются:

- более высокая, чем при других формах лизинга, арендная плата;
- требования о внесении авансов и предоплаты;
- наличие в контрактах пунктов о выплате неустоек в случае досрочного прекращения аренды;
- прочие условия, призванные снизить и частично компенсировать риск владельцев имущества.

В настоящее время эта форма лизинга не получила должного развития в Российской Федерации. Более того, согласно законодательству, операционный лизинг трактуется как краткосрочная аренда и регулируется ГК РФ. Соответственно он не попадает под действие закона «О лизинге» и на него не распространяются предусмотренные данным законом льготы.

польз. №486952; dt: 1569490306, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490312, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Финансовый лизинг — соглашение, предусматривающее специальное приобретение актива в собственность с последующей сдачей в аренду (временное пользование) на срок, близкий к сроку его полезной службы (амортизации). Выплаты по такому соглашению, как правило, обеспечивают лизингодателю полное возмещение затрат на приобретение актива и оказание прочих услуг, а также соответствующую прибыль.

По истечении срока действия сделки лизингополучатель может вернуть актив владельцу, заключить новое лизинговое соглашение или купить объект лизинга по остаточной стоимости.

К объектам финансового лизинга относятся недвижимость (земля, здания и сооружения), а также долгосрочные активы производственного назначения. Поэтому его также часто называют капитальным (capital lease).

В отличие от операционного финансовый лизинг существенно снижает риск владельца имущества. По сути его условия во многом идентичны договорам, заключаемым при получении банковских кредитов, так как предусматривают:

- полное или почти полное погашение стоимости оборудования;
- внесение периодической платы, включающей стоимость оборудования и доход владельца (фактически — основная и процентная части);
- право объявить арендатора банкротом в случае его неспособности выполнить заключенное соглашение и т.д.

Финансовый лизинг является базой для образования других форм долгосрочной аренды — возвратной и раздельной (с участием третьей стороны).

Возвратный лизинг представляет собой систему из двух соглашений, при которой владелец продает оборудование в собственность другой стороне с одновременным заключением договора о его долгосрочной аренде у покупателя. В качестве покупателя здесь обычно выступают коммерческие банки, инвестиционные, страховые или лизинговые компании. В результате проведения такой операции меняется лишь собственник оборудования, а его пользователь остается прежним, получив в свое распоряжение дополнительные средства финансирования. Инвестор же по сути кредитует бывшего владельца, получая в качестве обеспечения права собственности на его имущество. Подобные операции часто проводятся в условиях делового спада в целях стабилизации финансового положения корпораций.

Еще одной разновидностью финансового лизинга является его *раздельная* форма, предусматривающая участие в сделке третьей стороны — инвесторов, в качестве которых обычно выступают банки, страховые или инвестиционные компании. В этом случае лизинговая фирма, предварительно заключив контракт на долгосрочную аренду некоторого оборудования, приобретает его в собственность, оплатив часть стоимости за счет заемных средств. В качестве обеспечения полученного займа используются приобретенное имущество (как правило, на него оформляется закладная) и будущие арендные платежи, соответствующая часть которых может выплачиваться арендатором непосредственно инвестору. При этом лизинговая фирма пользуется преимуществами налогового щита, возникающего в процессе амортизации оборудования и погашения долговых обязательств. Основными объектами этой формы лизинга являются дорогостоящие активы, такие как месторождения полезных ископаемых, оборудование для добывающих отраслей, строительная техника и т.д.

При *прямом лизинге* арендатор заключает лизинговое соглашение непосредственно с производителем (т.е. напрямую) либо с созданной при нем лизинговой компании. Крупнейшие производители — лидеры мирового рынка, такие как IBM, Xerox, GATX, BMW, Caterpillar и др., являются учредителями собственных лизинговых компаний, через которые осуществляют продвижение и сбыт своей продукции во многих странах мира. Анало-

польз. №486952; dt: 1569490312, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490318, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

гично поступают и отечественные предприятия. Многие названия российских лизинговых компаний говорят сами за себя, например: Акционерное общество «Лизинговая компания «КАМАЗ» (АО «Лизинговая компания «КАМАЗ»), «Ильюшин Финанс Ко», «Туполев».

Иногда лизинг осуществляется не напрямую, а через посредника. При этом в договоре предусматривается, что в случае временной неплатежеспособности или банкротства посредника лизинговые платежи должны поступать основному лизингодателю. Подобные сделки получили название «сублизинг» (subleasing).

Использование сублизинговых сделок может быть выгодным для финансирования активов компаний, входящих в холдинг, концерн и т.п., так как позволяет управляющей или материнской компании оптимизировать, контролировать и замкнуть на себя денежные потоки. Вместо прямого кредитования или субсидирования дочерних компаний она может создать лизинговую компанию, которая по заявкам бизнес-единиц и подразделений приобретает требуемые активы и поставляет его заказчикам. В дальнейшем она следит за своевременностью поступления лизинговых платежей, аккумулирует их и перечисляет основному лизингодателю — головной компании, а также осуществляет надзор за целевым использованием оборудования и его техническое обслуживание.

Трактовка лизинга, проведение подобных операций и их правовое регулирование в Российской Федерации имеет определенную специфику. Согласно законодательству (ст. 665 ГК РФ), по договору финансовой аренды (договору лизинга) арендодатель обязуется приобрести в собственность указанное арендатором имущество у определенного им продавца и предоставить это имущество за плату во временное владение и пользование для предпринимательских целей.

Таким образом, под лизингом в Российской Федерации законодательно признается только финансовый лизинг, для которого характерны следующие специфические черты:

- третий обязательный участник — поставщик оборудования;
- наличие комплекса договорных отношений;
- специальное приобретение оборудования для сдачи его в лизинг;
- активная роль лизингополучателя;
- обязательное использование предмета лизинга в предпринимательских целях.

Правовое регулирование лизинга в Российской Федерации осуществляется на основе ГК РФ, Федерального закона от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)» (далее — Закон о лизинге) с последующими изменениями и дополнениями, а также НК РФ.

Согласно закону, *предметом лизинга* могут быть любые непотребляемые вещи (предприятия, имущественные комплексы, здания, сооружения, оборудование, транспорт, движимое и недвижимое имущество и т.п.), используемые для предпринимательской деятельности.

Предметом лизинга в Российской Федерации не могут быть:

- земельные участки и другие природные объекты;
- имущество, изъятое из оборота или ограниченное в обороте;
- результаты интеллектуальной деятельности.

В настоящее время рынок лизинга в России развивается очень быстрыми темпами. Вместе с тем по доле лизинга в финансировании бизнеса Россия значительно уступает развитым странам, где она составляет от 15 до 30% всех капиталовложений.

Интенсивное развитие лизинга в нашей стране обусловлено рядом факторов, среди которых особое место занимают государственная поддержка и предоставляемые налоговые льготы, наиболее существенными из которых являются:

польз. №486952; dt: 1569490318, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490324, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- возможность использования ускоренной амортизации оборудования с коэффициентом не выше 3 (НК РФ, ст. 259, п. 7, Закон о лизинге, ст. 31, п. 3);
- если предмет лизинга эксплуатируется в агрессивной среде, предыдущий коэффициент может быть увеличен, но не более чем в 2 раза (не распространяется на имущество первой—третьей групп, если используется их ускоренная амортизация);
- лизинговые платежи относятся на расходы лизингополучателя в полном объеме (т.е. как «процентная», так и основная часть) при исчислении налога на прибыль (НК РФ, ст. 264).

Для корпораций реального сектора лизинг позволяет в условиях сравнительно меньшего финансового напряжения (т.е. рассредоточения затрат во времени) обновлять основные фонды, формировать технологическую базу для новых видов продукции, расплачиваясь за имущество из средств, полученных за счет операционной деятельности.

Формально лизинг является сравнительно доступной формой привлечения средств, поскольку не требует сложного пакета гарантий и дополнительного обеспечения, так как лизингополучатель получает оборудование в полную собственность лишь при условии полного выкупа.

Однако следует отметить, что в отличие от практики развитых стран в Российской Федерации предмет лизинга обычно не является единственным обеспечением сделки. Его доля в обеспечении обычно не превышает 60%, а во многих случаях — значительно ниже. Как правило, основным видом обеспечения является аванс лизингополучателя (54% количества текущих сделок), составляющий обычно 25—30% общей суммы лизингового соглашения. Большое значение имеют также поручительства юридических лиц (11%), гарантия обратного выкупа со стороны поставщика оборудования (10%) и даже поручительства физических лиц.

Среди объектов лизинга в России лидирующие позиции занимают высоколиквидные виды оборудования, такие как пассажирский и грузовой автотранспорт, железнодорожный транспорт, дорожно-строительная техника, деревообрабатывающее и лесозаготовительное, а также полиграфическое оборудование. Значительная доля телекоммуникационного оборудования в портфеле сделок лизинговых компаний объясняется большим внутренним спросом и его высокой стоимостью.

По мнению специалистов, перспективными сегментами отечественного рынка являются лизинг торговой и офисной недвижимости, а также энергетического оборудования.

Российские лизинговые компании по типу учредителей можно классифицировать по следующим основным группам:

- созданные при российских банках;
- созданные при иностранных банках;
- входящие в состав финансово-промышленных групп;
- созданные государственными структурами;
- созданные при производителях (поставщиках).

Крупнейшими лизинговыми компаниями в России являются РТК-Лизинг, ВЭБ-лизинг, ВТБ-Лизинг, Альфа-Лизинг, Росагролизинг, Русско-германская лизинговая компания и др.

По оценкам специалистов, наиболее доступным на сегодняшний момент является лизинговое финансирование сроком на 3 года. На такой срок обычно заключаются договоры по относительно недорогим (до 1 млн дол. США) и ликвидным объектам лизинга. Лизинговые сделки с более дорогими и менее ликвидными объектами заключаются на 3—5, а иногда и более лет (например, типичный срок договора лизинга авиалайнеров составляет 10—15 лет).

польз. №486952; dt: 1569490324, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490331, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В общем случае лизинговая операция предполагает реализацию трех основных этапов:

1) подготовка и обоснование;

2) заключение и юридическое оформление сделки;

3) собственно исполнение.

На первом этапе осуществляются определение потребности в конкретных активах, поиск поставщика и выбор лизинговой компании. При выборе лизинговой компании следует обратить внимание на ее отраслевую специализацию и взаимосвязи с поставщиками. Лизинговая компания, имеющая стабильные отношения с поставщиком, имеет значительные преимущества (возможность получения коммерческого кредита от поставщика или его обязательства по обратному выкупу актива либо его продажи на вторичном рынке, скидки, сервисное обслуживание и т.д.), распространяющиеся в итоге и на лизингополучателя. Очевидно, что в набольшей степени подобными преимуществами пользуются лизинговые компании, созданные поставщиками.

Как правило, лизинговые компании сами ведут активную деятельность по сбору информации о перспективных видах оборудования, ценах, поставщиках, анализируют спрос, конъюнктуру рынка и многие другие факторы. Поэтому корпорация может обратиться непосредственно к лизингодателю с просьбой подобрать поставщика требуемого имущества.

После выбора и проверки деловой репутации лизинговой компании корпорация направляет ей заявку на приобретение требуемых видов оборудования. Заявка составляется в произвольной форме, но в ней должны обязательно присутствовать: наименование имущества, его параметры, технические и экономические характеристики, а также местонахождение потенциального поставщика и его реквизиты.

Одновременно с подачей заявки или после принятия решения о ее рассмотрении потенциальный лизингополучатель представляет все документы, которые потребует лизингодатель. В стандартный набор документов входят нотариально заверенные копии учредительных документов, финансовая отчетность за несколько предшествующих периодов, технико-экономическое обоснование или бизнес-план соответствующего проекта. При необходимости лизингодатель может требовать предоставления дополнительной информации.

После получения лизингодателем всех необходимых документов начинается всесторонний анализ проекта, основной целью которого является оценка способности лизингополучателя выплатить арендные платежи, а также оценить спрос на имущество, чтобы выявить возможности его повторной сдачи или продажи в случае досрочного расторжения контракта.

Приняв положительное решение о вступлении в лизинговую сделку, лизингодатель на основании полученной заявки направляет заказ-наряд поставщику и начинает ее юридическое оформление.

На втором этапе происходит юридическое оформление сделки путем параллельного заключения двух основных документов — документа купли-продажи имущества у поставщика и договора о лизинге. Последний заключается между владельцем имущества и пользователем о предоставлении последнему объекта лизинга во временное пользование для осуществления предпринимательской деятельности.

Типичный договор лизинга обычно содержит следующие основные положения:

- предмет договора;
- порядок поставки и приемки имущества;
- права и обязанности сторон;
- использование имущества, уход, ремонт и модификации;

польз. №486952; dt: 1569490331, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490338, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- страхование;
- срок лизинга;
- лизинговые платежи и штрафные санкции;
- ответственность сторон;
- порядок разрешения споров;
- условия досрочного расторжения договора;
- действия сторон по завершении сделки;
- прочие условия;
- форс-мажор;
- юридические адреса и банковские реквизиты сторон.

В предмете договора указываются имущество, которое будет куплено и передано пользователю во временное пользование, его стоимость, место и сроки поставки. Как правило, транспортные расходы по доставке имущества выделяются отдельной суммой, так как оплачиваются лизингополучателем.

Обязательным условием договора лизинга является указание срока его действия, причем датой начала исчисления срока договора является дата приемки имущества лизингополучателем.

В порядке поставки и приемки лизингового имущества отражается, какие стороны участвуют в приеме оборудования. Как правило, это поставщик, лизингодатель и лизингополучатель. В некоторых случаях лизингодатель может передать свои права по приемке оборудования лизингополучателю. Если необходимо, составляется график приемо-сдаточных испытаний. Обязательно приводятся сроки принятия имущества.

Приемка имущества оформляется актом о приемке, который подписывается всеми участвующими сторонами. С даты подписания акта приемки начинается формальный отсчет срока договора о лизинге, а к лизингополучателю переходят все права на использование имущества.

После подписания акта приемки лизингодатель начинает выполнять свою основную функцию — оплачивает счета поставщика по договору о купле-продаже. Порядок оплаты определяется в договоре о купле-продаже. Как правило, лизингодатель делает предоплату поставщику в момент подписания договора о купле-продаже в размере 20—30% стоимости имущества, а остальную часть стоимости оплачивает после подписания акта приемки.

С подписания акта о приемке имущества начинается третий этап лизинговой сделки — ее реализация. На данном этапе осуществляются эксплуатация поставленного имущества лизингополучателем и выплаты лизинговых платежей.

После окончания срока лизинга оформляются договоры по дальнейшему использованию, приобретению оборудования в собственность либо его возврату владельцу.

В заключение кратко охарактеризуем наиболее важные преимущества и недостатки лизинга как источника финансирования, вытекающие из его специфики в Российской Федерации.

Основными ***преимуществами*** лизинга являются следующие:

- лизинг обеспечивает финансирование активов в полном объеме и не требует немедленного осуществления платежей, что позволяет приобретать дорогостоящие активы без отвлечения значительных объемов средств из хозяйственной деятельности;
- формально проще получить активы по лизингу, чем ссуду на его приобретение, так как предмет лизинга при достаточной ликвидности может одновременно выступать в качестве залога;

польз. №486952; dt: 1569490338, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490344, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- лизинг — более гибкий источник, чем ссуда, так как предоставляет возможность обеим сторонам выработать удобную схему выплат (например, лизинговые платежи могут осуществляться после получения выручки от реализации товаров, произведенных на арендованном оборудовании);
- лизинг допускает различные формы и виды обеспечения;
- лизинг снижает риски, связанные с владением активами;
- в Российской Федерации лизинговые платежи относятся на издержки производства (себестоимость) лизингополучателя в полном объеме и соответственно снижают налогооблагаемую прибыль;
- полученные активы, как правило, не числятся у лизингополучателя на балансе, что освобождает его от уплаты налога на это имущество;
- лизинг обеспечивает возможность получения квалифицированного сервисного и технического обслуживания и др.

К специфическим ***недостаткам*** лизинга можно отнести следующие:

- для лизингополучателя конечная стоимость лизинга получается обычно более высокой, чем покупка оборудования в кредит;
- необходимость внесения аванса в размере 25—30% стоимости сделки;
- платежи носят обязательный характер и производятся в установленные сроки независимо от состояния оборудования и результатов хозяйственной деятельности;
- выгоды от ускоренной амортизации оборудования достаются лизингодателю;
- лизинг увеличивает финансовые риски корпорации;
- в отечественных условиях потребуются дополнительные гарантии или залог;
- юридическая сложность сделки и др.

Среди проблем развития лизинга в России на современном этапе следует особо выделить острый дефицит ресурсов, низкую капитализацию и налоговые риски лизинговых фирм. Вместе с тем бурный рост отечественного рынка лизинга привлекает внимание крупнейших зарубежных компаний. Возрастание конкуренции неизбежно приведет к консолидации отечественных компаний, росту числа слияний и поглощений в этом секторе, что будет способствовать освоению новых сегментов, увеличению объемов сделок, дальнейшему повышению роли лизинга в финансировании отечественных корпораций.

10.6. Венчурное финансирование

Понятие «венчур» происходит от английского слова «venture», которое в экономическом контексте переводится как «рискованная затея, рискованное предприятие». Соответственно под *венчурным финансированием* понимают вложение средств институциональными или индивидуальными инвесторами в реализацию проектов с высоким уровнем риска и неопределенностью результата в обмен на пакет акций или определенную долю в уставном капитале.

Как правило, объектами подобного финансирования являются новые, находящиеся на ранней стадии реализации или исследования наукоемкие и высокотехнологичные проекты, конструкторские разработки, изобретения или даже «голые» идеи, конечные результаты которых трудно прогнозировать.

Поскольку большинство таких проектов в начальный момент времени неликвидны и не имеют материального обеспечения, их инициаторам сложно получить средства на реализацию из традиционных источников. Принимая на себя высокие риски, венчурные инвесторы рассчитывают на получение адекватной доходности.

польз. №486952; dt: 1569490344, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490349, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

На развитых рынках венчурные инвесторы ищут возможность получить прибыль в 3—5 раз выше по безрисковым вложениям. Таким образом, если доходность по казначейским обязательствам США в среднем составляет около 5% годовых, требуемая отдача от рисковых инвестиций должна быть не менее 15—25%.

При инвестировании на развивающихся рынках требования к доходности, как правило, существенно возрастают с учетом премий за страновые, политические, институциональные и другие виды рисков. В результате минимальный уровень отдачи обычно составляет не менее 25—30% годовых, однако на практике он может быть значительно выше и зависит как от типа инвестора, так и от особенностей конкретного проекта.

Можно выделить следующие особенности венчурного финансирования:

- венчурный инвестор осуществляет вложения на долгосрочной основе и не ожидает быстрой отдачи;
- венчурный инвестор с самого начала предвидит свой выход из проекта. Существуют три основных способа выхода из проекта: вывод компании на биржу, продажа ее стратегическому покупателю или менеджменту. Таким образом, предприятие должно заранее подготовиться к этому событию, чтобы вывод средств не сказался на его операционной и финансовой деятельности;
- венчурный инвестор предъявляет особые требования к менеджменту проекта и реализующей его команде. Нередки случаи, когда средства выделяются не столько под тот или иной проект, сколько под конкретных людей;
- венчурный инвестор часто входит в руководство компании или группы, реализующей финансируемый проект. При этом он оказывает поддержку и консультативную помощь руководству фирмы, поскольку заинтересован в скорейшем успехе и получении доходов.

Для получения венчурных инвестиций необходимо:

- разработать привлекательную идею, конкурентные преимущества, рыночный, технологический и коммерческий потенциалы, которое понятны инвестору, а потенциальный доход от реализации выше, чем сопутствующие риски;
- обладать квалифицированной командой управленцев, имеющей опыт и профессиональные навыки для воплощения предлагаемой идеи;
- предоставлять венчурному инвестору всю, даже сугубо конфиденциальную информацию, относящуюся к компании или проекту;
- иметь некоторые уникальные преимущества, например использование специальных технологий, ноу-хау, известных специалистов и т.д.

Существуют два основных типа источников подобного финансирования:

- венчурные инвестиционные фонды (venturing fund), осуществляющие рисковые вложения в проекты фирм и отдельных предпринимателей;
- индивидуальные инвесторы или бизнес-ангелы (business angel), т.е. физические лица, которые достигли определенного уровня благосостояния и способны вкладывать личные средства в проекты с высоким потенциалом роста.

Венчурный фонд — это финансовый институт, аккумулирующий средства институциональных и индивидуальных инвесторов для последующих вложений в рисковые проекты. Как правило, подобные фонды создаются при крупных банках, финансовых и промышленных корпорациях, государственных компаниях и управляются профессиональными менеджерами либо специально созданными в этих целях компаниями.

Привлеченные средства фонд распределяет в различные проекты и фирмы путем приобретения долей в их капитале на ограниченный срок — в среднем от 5 до 10 лет. Продажу

польз. №486952; dt: 1569490349, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490355, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

этих долей и выплату дивидендов инвесторам фонд обычно осуществляет по достижении заданного уровня доходности либо в момент существенного повышения рыночной стоимости соответствующего предприятия.

Отдельный проект или временной интервал его реализации может быть как прибыльным, так и убыточным. В венчурной индустрии широко известно эмпирическое правило «2 — 6 — 2»: из 10 проектов в портфеле основная группа (5—6 вложений) дает положительный возврат, еще треть — неудачные проекты, приносящие убытки. И лишь один или два проекта генерируют высокие доходы, позволяющие компенсировать все убытки и обеспечивающие приумножение вложенных средств. Так, инвесторы и владельцы проекта Skype, популярной компании, специализирующейся на предоставлении коммуникационных сервисов в сети «Интернет», затратили на его реализацию 20 млн дол. Спустя два года с момента основания она была продана за 2,5 млрд дол.

Специалисты фондов тщательно анализируют поступающие к ним проекты, поскольку вероятность неудачи здесь очень велика. Обычно для финансирования отбирается не более 10% общего количества поступивших заявок, как правило, из быстро растущих и перспективных отраслей.

Следует отметить, что основная часть (от 80 до 90%) вкладываемых фондами средств направляется на развитие бизнеса, а не технологий или разработок. Таким образом, главные задачи фонда — выбрать верное направление (отрасль или сферу деятельности) инвестиций, «вырастить» компанию и через несколько лет продать ее стратегическому инвестору или вывести на фондовый рынок, превратив в корпорацию.

Наиболее активные венчурные фонды, а также направления их деятельности, представлены в табл. 10.8.

Таблица 10.8
Венчурные фонды в Российской Федерации

Фонд	Размер капитала, млн дол.	Отраслевые предпочтения
AIG-Brunswick Millenium Fund	288,5	Отрасли, ориентированные на конечного потребителя
AIG-Interros RCF Advisor, Ltd.	200	Отрасли, ориентированные на конечного потребителя
Baring Vostok Private Equity Fund	205	Нефть и газ, телекоммуникации
First NIS Regional Fund	160	Природные ресурсы, потребительские товары и услуги
Eagle Venture Partners	н/д	Нет предпочтений
Delta Private Equity Partners	н/д	Медиабизнес, финансы, телекоммуникации
Emporiki Venture Capital	200	Пищевая промышленность, упаковка, строительные материалы
Developing Markets Fund	148,71	Финансы, информационные технологии, телекоммуникации
Russia Partners	155	Телекоммуникации, легкая промышленность

Средняя доходность российских венчурных фондов составляет 40% годовых, а у некоторых значительно превосходит эту величину.

польз. №486952; dt: 1569490355, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490362, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Например, в мае 2007 г. при проведении IPO розничной сети «Дикси» фонды Citigroup Venture Capital, International, Russian Growth Fund и Russian Retail Fund II получили от продажи своих долей более 200 млн дол. При этом их первоначальные вложения весной 2004 г. составили 60 млн дол. Таким образом, доходность операции за 3 года превысила 230%[1].

В 2003 году «Финам» заплатил 750 тыс. дол. США за 100% акций компании «Бегун», которая занимается контекстной рекламой в Интернете. Через два года «Финам» продал 25,1% «Бегуна» холдингу Rambler за те же 750 тыс. дол., а летом 2007 г. еще 25% — за 18 млн дол., сохранив пакет объемом 49,9%. Таким образом, компания, в которую инвестировал «Финам», за четыре года подорожала почти в 100 раз.

Ниже приведены результаты работы некоторых венчурных фондов, осуществляющих деятельность на отечественном рынке (табл. 10.9).

Таблица 10.9
Доходность некоторых венчурных проектов в Российской Федерации

Инвестор	Объект	Год покупки	Цена покупки, млн дол. США	Доля капитала, %	Год продажи	Цена продажи, млн дол. США
Delta Private Equity Partners	СТС Медиа	1996	н/д	5	2005	40
Delta Private Equity Partners	Национальные кабельные сети	2004	4,3	25	2005	15
Delta Private Equity Partners	ДельтаКредит Банк	1998	н/д	91	2005	105
Eagle Venture Partners	Концерн Калина	2000	10	15	2004	11,4
Eagle Venture Partners	Промышленная группа Метран	2000	3	44	2005	12
Berkeley Capital Partners	Пятерочка	2001	40	25% +1 акция	2004	н/д
Eagle Venture Partners	Крекер	2001	4	47	2004	10

Основные направления деятельности фондов в Российской Федерации — пищевая, целлюлозно-бумажная, фармацевтическая промышленность, торговля, биотехнологии, производство товаров народного потребления, стройматериалов и химических удобрений, упаковка, медийный бизнес, телекоммуникации и финансовый сектор. При этом в отличие от практики развитых стран действующие в России фонды предпочитают финансировать проекты, находящиеся уже на стадии расширения (до 58% инвестиций). По данным РАВИ, доля проектов, финансируемых на начальной стадии, составляет лишь 17%.

Объектами вложений фондов на отечественном рынке являются средние компании с капитализацией от 5 млн до 50 млн дол., предоставляющие контрольные либо блокирующие пакеты акций. Средние сроки инвестирования в большинстве своем составляют от 3 до 5 лет, а прогнозируемый рост стоимости приобретаемых долей предприятий — не менее 25—35% в год.

В то же время вложения в высокотехнологичные секторы, как правило, невелики.

[1] Ведомости от 25.05.2007. № 90 (1864).

польз. №486952; dt: 1569490362, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490368, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Для сравнения объем венчурных инвестиций в США по итогам 2014 г. достиг 32 млрд дол. По данным Национальной ассоциации венчурного капитала США и аналитического центра Global Insight, американские компании, использовавшие венчурный капитал, за последние 20 лет в совокупности создали 10 млн новых рабочих мест и принесли свыше 2,1 трлн дол. дохода. В них занято 9% рабочей силы частного сектора США и создается 16,6% ВВП. Благодаря поддержке венчурных фондов были созданы такие всемирно известные компании, как Microsoft, Intel, Apple, Cisco, реализованы проекты Amazon, Google, eBay, Skype и др.

В России популярной стратегией выхода на рынок рискового капитала является создание так называемых кэптивных фондов при крупных институциональных инвесторах и финансовых группах. Например, консорциум «Альфа-Групп» создал фонд «Русские технологии» с капиталом 20 млн дол. США. Фонд объявил о намерении вложить совместно с Intel Capital (подразделение корпорации Intel) 4 млн дол. США в компанию «Электроком», которая будет развивать услуги, связанные с предоставлением высокоскоростного доступа в Интернет.

В июне 2006 г. было объявлено об учреждении Московского венчурного фонда и управляющей компании «Альянс РОСНО Управление Активами». Объем средств фонда составляет 800 млн руб. При этом минимальная инвестиция в одно предприятие определена в 10 млн руб., а максимальная — 120 млн руб.

К формированию подобных фондов приступили и другие компании, такие как «НИК-ойл», «Газпром» и т.д.

В целях государственной поддержки и финансирования развития секторов экономики, связанных с высокими технологиями, в 2006 г. решением Правительства РФ были созданы две организации — фонд «Росинфокоминвест» и фонд фондов «Российская венчурная компания» (РВК).

Принципиальная особенность работы «Росинфокоминвеста» заключается в том, что фонд ориентирован на финансирование стартапов. Объем инвестиций в один проект будет доходить до 100 млн руб. Для осуществления деятельности фонда государство выделило около 1,5 млрд руб. Еще столько же планируется привлечь путем продажи акций фонда (в обмен на пакет 50% минус 1 акция).

В отличие от «Росинфокоминвеста» Российская венчурная компания (РВК) инвестировала не напрямую, а через другие венчурные фонды, играя роль фонда фондов. Уставный капитал РВК составлял 15 млрд руб., что позволило создать от 8 до 20 венчурных отраслевых фондов, в которых частным инвесторам может быть предоставлено в управление до 49% общей суммы активов.

Согласно учредительным документам, РВК предоставляет средства венчурным фондам, которые вкладывают только в инновационные компании. При этом к инновационным относятся компании, деятельность которых внесена в «Приоритетные направления науки и техники РФ» или продукты которых входят в перечень «Критические технологии РФ». Объем инвестиций может составлять от 600 млн до 1,5 млрд руб. в обмен на 49% уставного капитала венчурного фонда, который в обязательном порядке должен быть создан в виде закрытого паевого инвестиционного фонда в российской юрисдикции.

В 2007 году РВК на конкурсной основе отобрала три компании (из 12 претендентов) для передачи им в доверительное управление денежных средств: ЗАО «ВТБ Управление активами» (которое создало с РВК венчурный фонд с капиталом 3,061 млрд руб.), ООО «Управляющая компания „Биопроцесс Кэпитал Партнерс“» (капитал 3 млрд руб.) и ЗАО «ФинансТраст» (капитал 2 млрд руб.).

польз. №486952; dt: 1569490368, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490376, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Согласно инвестиционной декларации «ВТБ — Фонд венчурный», основными объектами инвестиций станут компании в области информационных технологий, индустриальных инноваций, нано- и биотехнологий. Объемы инвестиций в один проект будут находиться в интервале от 50 млн до 400 млн руб., а ожидаемый срок выхода из инвестиций составит от 3 до 7 лет.

Для повышения ликвидности и прозрачности венчурных инвестиций российскими биржами созданы специальные торговые площадки.

С июля 2006 г. на ММВБ функционирует секция «Инновационных растущих компаний» (ИРК). Ее первым эмитентом стал ЗПИФ «Финам-IT», разместивший в июне 2007 г. дополнительный выпуск в объеме 53 тыс. паев стоимостью 9482,33 руб. каждый. Весь выпуск выкуплен ФК «Финам» для последующей продажи сторонним инвесторам. Таким образом, фонд привлек около 502 млн руб., которые планируется направить на приобретение активов в различных IT-секторах.

Второе размещение провела компания ОАО «Армада», в которой сосредоточены IT-активы ОАО РБК. Объем размещения составил около 750 млн руб.

Для эмитентов ИРК правила листинга значительно упрощены. Их капитализация должна находиться в диапазоне от 100 млн до 5 млрд. руб., а ежегодный прирост выручки составлять не менее 20%. При этом прочие ограничения, например срок существования компании, объемы сделок, доли одного участника, отсутствуют. Эмитент обязан предоставить в распоряжение инвесторов инвестиционный меморандум и календарь корпоративных мероприятий. Приоритет отдается компаниям, работающим в сфере наукоемких технологий.

Согласно прогнозам специалистов, доля подобных сделок будет расти и в ближайшее время достигнет порядка 30% всего оборота российского венчурного рынка.

Помимо увеличения активности российских венчурных инвесторов наблюдается рост и со стороны зарубежных участников. Сохраняется интерес со стороны фондов, созданных с участием Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР) и Международной финансовой корпорации (МФК).

Так, в 2008 г. венчурный фонд ЕБРР приобрел 8% акций ОАО ТГК-9 на общую сумму 140 млн евро.

В заключение выделим основные преимущества и недостатки венчурного финансирования инвестиций. В целом оно обладает следующими ***преимуществами***:

- позволяет привлечь необходимые средства для реализации высокорисковых, но перспективных и потенциально высокодоходных проектов, когда другие источники недоступны;
- не требует залогов и прочих видов обеспечения;
- может быть предоставлено в короткие сроки;
- как правило, не предусматривает промежуточных выплат (процентов, дивидендов) и др.

К ***недостаткам*** этого способа финансирования следует отнести:

- сложность привлечения (поиска инвесторов);
- необходимость выделения доли в капитале (как правило, контрольный пакет);
- возможность неожиданного выхода инвестора из проекта либо реализации им своей доли сторонним субъектам;
- максимальные требования к раскрытию информации;
- возможность вмешательства инвестора в управление компанией;
- слабое развитие в Российской Федерации.

польз. №486952; dt: 1569490376, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490382, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

10.7. Проектное финансирование

Независимо от целевого назначения традиционные формы заемного и долевого финансирования обычно предполагают выделение средств корпорации в целом, при этом последняя несет ответственность перед кредиторами и собственниками имеющимися активами. Источником средств для выполнения обязательств перед инвесторами в данном случае является совокупный денежный поток, генерируемый всеми активами фирмы, включая те проекты, для реализации которых привлекались дополнительные финансовые ресурсы.

Проектное финансирование предполагает **обеспечение средствами непосредственно проекта**, а не корпорации, выступившей его инициатором. При этом источником средств для инвесторов становится денежный поток, генерируемый конкретным проектом, а обеспечением финансирования в общем случае являются только те активы, которые были приобретены для его реализации.

Проектное финансирование имеет свои определенные преимущества, которыми оно выгодно отличается от других форм финансирования. От синдицированного кредитования оно отличается тем, что имеет не обезличенный, а адресно-целевой характер. От венчурного финансирования тем, что не сопровождается большими рисками, возникающими в процессе разработки и внедрения новых технологий и продуктов. Проектное финансирование используется при инвестировании в уже известные объекты и разработки, результаты которых более или менее предсказуемы по сравнению с инновационными.

Механизму проектного финансирования присущ и ряд других особенностей, позволяющих выделить его в самостоятельную организационную форму.

Как правило, для реализации проекта создается специальная проектная компания (Special Vehicle Purpose, SPV). Ее учредителями выступают инициаторы реализации проекта, называемые также спонсорами, которые осуществляют финансирование некоторой доли (обычно 30—40%) через оплату уставного капитала вновь создаваемой компании. Дальнейшее привлечение собственных и заемных средств осуществляется уже проектной компанией (т.е. SPV), а не инициаторами проектами. У такого подхода есть несколько преимуществ.

Во-первых, создание новой компании позволяет избежать риска влияния на проект обстоятельств, связанных с прошлым корпорации-инициатора (например, с налоговыми претензиями по итогам проверки одного из прошедших периодов или с нарушением выполнения договорных сделок в прошлом).

Во-вторых, проект становится более «прозрачным». Возникает меньше трудностей при определении и планировании денежных потоков, поскольку отсутствует влияние операций, не связанных с проектом. Прозрачность способствует установлению доверия между партнерами и более высокой оценке стоимости проекта.

В-третьих, в отличие от традиционных такая схема позволяет существенно расширить круг участников. Перечень возможных участников схемы и их роль в проекте показаны в табл.10.10.

Механизм проектного финансирования также предполагает создание системы гарантий, защищающих интересы как привлеченных инвесторов, так и учредителей проектной компании. Общей целью создания такой системы является распределение всех рисков, связанных с реализацией проекта, между сторонами таким образом, чтобы каждая из них несла на себе только те из них, которыми она способна управлять.

К отличительным особенностям следует отнести и более высокий уровень финансового рычага в структуре капитала проекта. Сложная и многоуровневая система гарантий, как

польз. №486952; dt: 1569490382, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490383, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

правило, позволяет значительно увеличивать долю займов без существенного роста финансового риска.

Таблица 10.10
Участники проектного финансирования

Участники	Роль в проекте
Инициаторы (спонсоры) проекта	Корпорации, непосредственно заинтересованные в результатах проекта. Они инициируют проект, согласовывают различные вопросы, получают соответствующие разрешения
Поставщики и подрядчики	Компании, имеющие договорные обязательства поставлять товары и услуги, связанные с проектом
Покупатели	Во многих проектах продукция не поступает на открытый рынок. В этом случае проектная компания заранее заключает долгосрочный контракт с отдельной компанией или группой компаний на покупку определенного объема произведенной продукции
Органы государственного управления	Выдача необходимых разрешительных документов, закупки, участие в качестве акционера, спонсора проекта, предоставление определенных гарантий
Управляющие проектом	Команда менеджеров, отвечающих за осуществление проекта
Инвесторы (кредиторы и акционеры)	Юридические и физические лица, которые предоставляют проектной компании долговое или долевое финансирование на оговоренный период времени и на заранее согласованных условиях
Консультанты и советники	Специализированные компании и физические лица, компетентные в различных аспектах осуществления проекта

Необходимость использования механизма проектного финансирования может вызываться различными причинами:

- масштаб проекта и требуемых объемов финансирования;
- невозможность реализации проекта силами одной фирмы-инициатора;
- недостаточность ресурсов;
- заинтересованность в реализации проекта нескольких различных сторон и необходимость взаимоувязки их интересов;
- высокая стоимость финансовых ресурсов в силу значительных рисков, приходящихся на инициаторов проекта и др.

В целом механизм проектного финансирования является более гибким, чем традиционные, способом обеспечения денежными ресурсами инвестиционных проектов. Помимо традиционных форм (кредитование, выпуск акций) возможно создание совместных предприятий, выпуск долговых бумаг или создание синдикатов инвесторов. В случае использования заемных форм проектные инвестиции формально не ведут к увеличению долговой нагрузки инициатора проекта. Поскольку юридическим ответчиком по долгу обычно является SPV, компания-инициатор может привлекать заемные ресурсы на свои текущие нужды, не опасаясь сокращения кредитного лимита. И даже будучи обремененной долгами, она может получить доступ к дополнительным ресурсам.

За последнее десятилетие объем проектного финансирования в мире вырос более чем в 3 раза.

Современный этап развития проектного финансирования в мировой экономике характеризуется разнообразием сфер его применения. В первую очередь это проекты, связанные с добычей, переработкой и транспортировкой природных ресурсов, особенно нефти и газа.

польз. №486952; dt: 1569490383, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490398, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Проектное финансирование также активно используется в электроэнергетике (строительство электростанций, магистральных линий электропередачи и т.п.), в сфере телекоммуникаций, а также при реализации так называемых инфраструктурных проектов (строительство автомагистралей, аэропортов, водоочистных сооружений и т.д.).

Классическим примером применения механизма проектного финансирования является прокладка туннеля под проливом Ла-Манш, соединившего в 1993 г. Великобританию и континентальную Европу. Этот масштабный инфраструктурный проект впервые был реализован исключительно за счет частных инвестиций, без участия государственных органов в организационной работе и без привлечения государственных гарантий. Общий объем финансирования проекта составил 6 млрд фунтов стерлингов. Из них 5 млрд фунтов стерлингов было предоставлено в виде долгового финансирования так называемой специальной проектной компании консорциумом из 40 банков, которые в свою очередь привлекли к участию в финансировании еще 225 кредитных организаций. Еще 1 млрд фунтов стерлингов было получено от инициаторов проекта с британской и французской сторон в виде взносов в уставный капитал проектной компании.

Примером реализации подобного механизма финансирования в Российской Федерации является известный проект ОАО «Газпром» под названием «Голубой поток» по строительству газопровода для поставки природного газа в Турцию, один из участков которого проходит по дну Черного моря.

Для строительства морского участка газопровода ОАО «Газпром» и генеральный подрядчик — итальянская фирма Saipem SNAM (дочерняя компания концерна ENI) учредили совместную проектную компанию Blue Stream Pipeline Company B.V., которая выступила в качестве владельца, заказчика, оператора и заемщика. Распределение долей участия составило 50% на 50%. Финансирование Blue Stream Pipeline Company B.V. на 20% осуществлялось за счет взносов акционеров компании в ее уставный капитал и на 80% за счет заемного финансирования. При этом каждый из акционеров отвечал за привлечение половины заемного финансирования в соответствии с пропорцией владения данной компанией.

В результате в финансировании проекта приняло участие более 30 европейских и японских банков. Очевидно, что проект не мог быть реализован иначе как через механизм проектного финансирования, поскольку ни один из участников не располагал необходимыми для этого ресурсами.

В качестве других примеров следует указать проект «Сахалин-2» по добыче нефти и газа с северо-восточного шельфа острова Сахалин, а также проект «СеверТЭК» по добыче нефти в Республике Коми, инициаторами которого выступили ОАО «ЛУКОЙЛ» и финский энергетический концерн Fortum.

В течение 2008—2010 гг. российской компанией ОГК-1 с применением механизма проектного финансирования планируется реализация проекта строительства энергоблока № 3 Нижневартовской ГРЭС на общую сумму 22,9 млрд руб. Соинвестором проекта выступает ОАО «ТНК-ВР» через участие в уставном капитале специально созданного акционерного общества, которое займется строительством станции.

В Российской Федерации проектное финансирование находится в стадии становления и имеет определенные особенности. Приоритетными отраслями для финансирования являются наиболее рентабельные отрасли: пищевая (перерабатывающая) промышленность, сфера услуг (торгово-развлекательные и офисные центры), транспортная инфраструктура, логистика.

Корпорация, намеревающаяся привлечь средства с помощью механизма проектного финансирования, должна представить следующий набор документов:

польз. №486952; dt: 1569490398, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490403, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- бизнес-план и разрешительная документация на строительство;
- данные об управляющей компании и ее менеджерах;
- технико-экономическое обоснование (ТЭО), подтверждающее реализуемость проекта и наличие потенциальных покупателей;
- экспертное заключение о возможности реализации проекта с технической точки зрения;
- юридическое заключение о легитимности деятельности компании-инициатора и лиц, предоставляющих обеспечение (например, акционеров), а также о финансовой и обеспечительной документации;
- заключение независимых консультантов о стоимости и эффективности проекта.

В качестве инвесторов, предоставляющих проектное финансирование, обычно выступают:

- международные финансовые организации — Международная финансовая корпорация (МФК), Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР), Международный банк реконструкции и развития (МБРР), а также государственные агентства содействия экспорту. Плата за предоставляемые ресурсы обычно невысока, возможен длительный льготный период;
- зарубежные банки. Предоставляют средства по сравнительно низким ставкам (8— 10% годовых), но предъявляют максимально жесткие требования к заемщикам (к бизнес-плану, репутации, кредитной истории), включая проведение юридической экспертизы бизнеса международной компанией;
- российские дочерние компании зарубежных банков. Кредитные ставки в пределах 10—12% годовых, требования к заемщикам достаточно жесткие, но процедуры оформления проще, часто не требуется заключения международных юридических и консалтинговых компаний;
- крупные и средние российские банки. В банках с участием государства (Сбербанк, Газпромбанк, ВТБ) ставки по кредитам находятся в пределах 15%, в частных (Альфа-Банк, МДМ Банк, Росбанк) — от 15 до 20%. Требования к заемщику формализованные, но не очень жесткие по сравнению с зарубежными банками.

Срок финансирования у российских банков составляет от 1 года и до 7—10 лет. При этом отечественные банки могут выдвигать определенные условия. Обычно от компании-инициатора требуют:

- профинансировать за счет собственных средств не менее 25—30% общей стоимости проекта;
- подтвердить вероятность получения 20—30% суммы планируемой годовой выручки долгосрочными договорами с клиентами;
- предоставить в залог активы, относящиеся к будущему объекту — акции проектной компании, недвижимость или движимое имущество, долю выручки, права по контракту с генеральным подрядчиком и пр.;
- разместить средства на депозитном счете в том же банке и др.

Например, для получения финансирования в Сбербанке необходимо, чтобы инициатор участвовал в реализации проекта собственными средствами не менее чем на 30%. Льготный период по погашению кредита составляет 2 года.

Процедура рассмотрения российским банком заявки на привлечение проектного финансирования состоит из несколько этапов:

- первичное рассмотрение проектной документации;
- проведение due diligence;

польз. №486952; dt: 1569490403, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490414, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- сбор дополнительной информации об инициаторе проекта и его гарантах;
- принятие решения о финансировании проекта кредитным комитетом.

В целом основными преимуществами проектного финансирования являются:

- возможность привлечения значительных объемов инвестиционных ресурсов, существенно превышающих активы инициатора проекта без залога;
- возможность реализации масштабных и рисковых проектов;
- снижение рисков и перераспределение их между несколькими участниками проекта;
- привлечение ресурсов на длительный срок;
- возможность получить отсрочку по погашению основной суммы кредита;
- снижение финансовой нагрузки по реализации проекта на компанию-инициатора.

Несмотря на выделенные преимущества и приведенные примеры, классическое проектное финансирование еще не получило широкого распространения в Российской Федерации. Основными факторами, сдерживающими его развитие, являются:

- слабая проработка бизнес-планов проектов;
- незначительная доля участия инициаторов собственными средствами;
- низкие показатели эффективности проектов и их доходности для банков при высокой степени риска;
- отсутствие у инициаторов необходимого опыта реализации заявленных проектов и др.

В заключение отметим, что рассмотренные в данной главе формы и способы привлечения денежных ресурсов для ведения и развития бизнеса, безусловно, не исчерпывают весь арсенал инструментов, доступных современному финансисту. Непрерывные инновации в финансовой сфере приводят к созданию новых, более гибких инструментов (например, конвертируемые и производные ценные бумаги), призванных удовлетворять любые запросы и потребности корпораций в финансировании, способствовать реализации эффективной финансовой политики, адекватной постоянно усложняющейся экономической среде. Детальное рассмотрение подобных инструментов можно найти в специальной литературе.

Ключевые термины

- Система финансирования.
- Источники финансирования.
- Уставный фонд.
- Бюджетное финансирование.
- Самофинансирование.
- Собственный капитал.
- Частное размещение акций.
- Первичное размещение акций (IPO).
- Вторичное (дополнительное) размещение акций (SPO).
- Депозитарные расписки на акции (ADR, EDR, GDR).
- Заемное финансирование.
- Банковский кредит.
- Облигации.
- Кредитные ноты.
- Еврооблигации (евробонды).
- Лизинг.
- Венчурное финансирование.
- Проектное финансирование.

польз. №486952; dt: 1569490414, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490419, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Контрольные и дискуссионные вопросы и задания

1. Раскройте сущность системы финансирования хозяйственной деятельности.
2. Перечислите основные механизмы финансирования предприятий в Российской Федерации.
3. Дайте характеристику внутренним источникам финансирования инвестиций, назовите их достоинства и недостатки.
4. Каким образом предприятия могут формировать собственный капитал за счет привлеченных средств?
5. Назовите основные этапы выпуска акций, раскройте их содержание.
6. Какие инструменты привлечения акционерного капитала доступны российским предприятиям?
7. Охарактеризуйте формы и особенности бюджетного финансирования в Российской Федерации. Каковы условия его получения?
8. В чем заключаются сущность заемного финансирования? Какие инструменты заемного финансирования вы знаете?
9. Назовите основные формы государственной поддержки бизнеса в Российской Федерации.
10. Какие источники финансирования используются на вашем предприятии? Почему?

польз. №486952; dt: 1569490419, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490426, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 11

Управление структурой капитала

Изучив данную главу, вы поймете, зачем надо управлять структурой капитала корпорации, в частности:

- узнаете о целях и задачах управления структурой капитала корпорации;
- поймете взаимосвязь между структурой капитала и стоимостью компании;
- узнаете о факторах, которые надо принимать во внимание при выборе структуры капитала;
- познакомитесь с различными методами управления структурой капитала.

11.1. Структура капитала и рыночная стоимость компании

Эффективность хозяйственной деятельности корпорации в значительной степени определяется целенаправленным формированием объема и структуры ее капитала. Вопрос о структуре капитала является одним из самых сложных в теории корпоративных финансов и практики финансирования, но одновременно и самым важным, так как на нем базируется вся система управления финансами корпорации. Управление структурой капитала является одним из важнейших направлений реализации финансовой стратегии корпорации.

> **Главной целью управления структурой капитала компании** является ее оптимизация, направленная на максимизацию рыночной стоимости компании на основе минимизации стоимости капитала при обеспечении допустимого уровня финансового риска.

Задачами управления структурой капитала являются:

- обеспечение запланированного размера привлекаемого капитала, требуемого для финансирования активов компании;
- минимизация затрат по привлечению капитала из различных источников;
- формирование оптимальной структуры капитала с целью повышения эффективности его функционирования;
- эффективное использование капитала в процессе хозяйственной деятельности корпорации.

Термин «структура» (от лат. structura — строение, порядок, расположение) имеет большой спектр значений. В научных изданиях он трактуется как «совокупность внутренних связей, строение, внутренне устройство объекта»[1].

[1] Новая философская энциклопедия. М. : Мысль, 2010.

польз. №486952; dt: 1569490426, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490433, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Оксфордский толковый словарь по психологии определил структуру как «организованную, оформленную, относительно устойчивую конфигурацию. Это любая сложная система, которая рассматривается с точки зрения целого»[1].

Российские ученые определяют структуру как «совокупность устойчивых связей объекта, обеспечивающих сохранение его основных свойств при различных внешних и внутренних изменениях»[2].

По отношению к экономическим категориям структура — это «разделение целого на составные части по определенным признакам, установление взаимосвязей между этими составными частями. С этих позиций структура капитала может рассматриваться как совокупность его отдельных взаимосвязанных элементов, выделенных по определенным классификационным признакам»[3].

В экономической науке нет единого мнения относительно содержания такого понятия, как структура капитала. Большинство западных ученых определяет структуру капитала как набор ценных бумаг, представленных обыкновенными и привилегированными акциями, а также облигациями. Такой точки зрения придерживается Джеймс К. Ван Хорн, по мнению которого структура капитала — это «комплекс постоянного долгосрочного финансирования фирмы, представленного облигациями, обыкновенными и привилегированными акциями компании»[4].

С. Росс, Р. Вестерфельд и Б. Джордан понимают под структурой капитала «отношение задолженности к акционерному капиталу»[5].

Но данная позиция не учитывает того, что в состав заемного капитала корпорации кроме средств от эмиссии облигаций входят также средства, мобилизуемые на рынке ссудного капитала, т.е. долгосрочные кредиты банка.

В.В. Ковалев предлагает различать «финансовую структуру» как способность финансирования деятельности компании в целом, т.е. структуру всех источников средств, и «капитализированную структуру», которая характеризует структуру долгосрочных пассивов (собственный капитал и долгосрочный заемный капитал)[6].

Авансируемый капитал в зависимости от источников его формирования представлен двумя составляющими: **собственными и заемными средствами**.

В настоящее время в научной литературе распространенной является позиция, согласно которой при анализе структуры капитала рассматриваются все виды как собственного, так и заемного капитала организации. И.А. Бланк определяет структуру капитала как «соотношение всех форм собственных и заемных средств, используемых предприятием в процессе своей хозяйственной деятельности для финансирования активов»[7]. При этом в состав заемного капитала он включает различные виды краткосрочного банковского кредита, финансовый лизинг, коммерческий кредит, внутреннюю кредиторскую задолженность и др.

Такой подход представляется достаточно спорным и не совсем обоснованным. Источники финансовых ресурсов корпорации могут быть долгосрочными, обеспечивающими

---

[1] URL : http://vocabulary.ru/dictionary

[2] *Некрасов С.И., Некрасова Н.А.* Философия науки и техники. М. : Наука, 2010.

[3] *Райзберг Б.А., Лозовой Л.М., Стародубцева Е.Б.* Современный экономический словарь. М. : ИНФРА-М, 2007.

[4] *Ван Хорн Дж., Вахович Дж.М.* Основы финансового менеджмента. М. : Вильямс, 2010.

[5] *Росс. С., Вестерфельд Р., Джордан Б.* Основы корпоративных финансов. М. : ФБК-ПРЕСС, 2010. С. 453.

[6] *Ковалев В.В.* Введение в финансовый менеджмент. М. : Проспект, 2011.

[7] *Бланк И.А.* Основы финансового менеджмента. В 2 т. М. : Эльга Омега-Л, 2012. С. 45.

польз. №486952; dt: 1569490433, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490440, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

потребности в финансировании на длительный период, и краткосрочными, направленными на финансирование ее текущих потребностей, связанных с использованием оборотных (текущих) активов. При анализе структуры капитала необходимо брать в расчет только долгосрочные источники.

> 🕮 Под **структурой капитала** корпорации следует понимать соотношение долгосрочных источников финансирования, т.е. собственного и заемного капитала. Принципиальным отличием собственного и заемного капитала является их разная доходность, что связано с различным уровнем риска для владельцев этого капитала. Заемный капитал является более доходным и, следовательно, более рисковым по сравнению с собственным.

Также различается и стоимость привлечения этих двух составляющих капитала. При прочих равных условиях заемные средства являются более дешевыми, чем собственные. В результате, привлекая более дешевый долгосрочный кредит, собственник может значительно повысить доходность собственного капитала, что компенсирует повышенный риск, связанный с использованием заемных средств.

Комбинируя различные элементы капитала в определенных пропорциях в процессе управления структурой капитала компании, можно осуществлять управление и существенно повысить **рыночную стоимость компании**, которая представляет собой сумму рыночной стоимости собственного заемного капитала (как уже говорилось в главе 1):

$$V = E + D, \tag{11.1}$$

где V — рыночная стоимость компании;
E — рыночная стоимость собственного капитала;
D — рыночная стоимость заемного капитала.

Центральным моментом принятия долгосрочного финансового решения является выбор такого оптимального сочетания собственного и заемного капитала, которое бы максимизировало рыночную стоимость компании.

В процессе управления структурой капитала компании необходимо найти ответ на следующий важный вопрос: можно ли путем изменения способа формирования структуры капитала или состава источников финансирования оказать влияние на величину рыночной стоимости компании в денежном выражении, которая представляет собой сумму долговых обязательств и собственного капитала, а также повлиять на стоимость собственного капитала? Чтобы ответить на него, необходимо посмотреть, что происходит с рыночной стоимостью компании и ее требуемой доходностью при изменении в ту или иную сторону соотношения между долгом и собственным капиталом.

Структура капитала оказывает прямое воздействие на рыночную стоимость компании. Рыночная стоимость компании может определяться различными методами, одним из которых является метод, основанный на оценке ее будущих денежных потоков, который был рассмотрен в главе 6. В этом случае в качестве ставки дисконтирования выступает уровень доходности операционной деятельности компании, учитывающий степень ожидаемого риска.

В процессе проводимого анализа необходимо учитывать три различных ставки доходности: доходность облигаций, доход на акцию и коэффициент капитализации.

Как уже отмечалось в главе 7, **доходность облигаций** (r) можно определить как отношение годовых процентных платежей по купонным облигациям к их рыночной цене:

польз. №486952; dt: 1569490440, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490447, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

$$r = \frac{C}{P} \times 100\%, \quad (11.2)$$

где r — доходность облигаций;
C — сумма купона;
P — рыночная цена облигаций.

Показатель **дохода на акцию** (V) представляет собой отношение прибыли, доступной владельцам обыкновенных акций, к рыночной цене обыкновенных акций, находящихся в обращении:

$$V = \frac{E}{S}, \quad (11.3)$$

где V — доход на акцию;
E — прибыль, доступная владельцам обыкновенных акций;
S — рыночная цена обыкновенных акций, находящихся в обращении.

Разделив числитель и знаменатель данной формулы на количество акций, находящихся в обращении, получим коэффициент, который может использоваться в качестве ставки дисконтирования денежных потоков компании. Расчет данной ставки осуществляется по формуле:

$$R = \frac{EPS}{P_o}, \quad (11.4)$$

где R — ставка дисконтирования денежных потоков компании;
EPS — прибыль на акцию (earnings per share);
P_o — рыночная цена одной акции.

Коэффициент капитализации (k_o) рассчитывается как отношение чистой операционной прибыли к рыночной стоимости корпорации:

$$k_o = \frac{O}{V}, \quad (11.5)$$

где k_o — коэффициент капитализации;
O — чистая операционная прибыль;
V — рыночная стоимость корпорации.

При этом чистая операционная прибыль равна сумме выплачиваемых по облигациям процентов и прибыли, доступной владельцам обыкновенных акций, т.е.

$$O = I + E, \quad (11.6)$$

где I — сумма выплачиваемых процентов по облигационному займу;
E — прибыль, достающаяся владельцам обыкновенных акций.

Наибольший интерес в процессе управления структурой капитала корпорации представляет анализ динамики этих трех ставок доходности при изменении в ту или иную сторону коэффициента финансового рычага, характеризующего соотношение заемного и собственного капитала.

Как указывалось ранее, рыночная стоимость компании равна чистой текущей стоимости, полученной в результате дисконтирования суммы чистых денежных потоков за ряд лет по приемлемой ставке доходности. В качестве приемлемой ставки доходности выступает средневзвешенная стоимость капитала (WACC).

Ставка дисконтирования используется для определения приведенной стоимости ожидаемых будущих денежных потоков.

польз. №486952; dt: 1569490447, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490454, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таким образом, рыночная стоимость компании зависит от влияния двух факторов: величины чистых денежных потоков и средневзвешенной стоимости капитала.

С одной стороны, изменение структуры капитала оказывает влияние на рисковость и стоимость каждого элемента капитала компании, с другой — на средневзвешенную стоимость капитала в целом. С другой стороны, изменение структуры капитала также влияет на величину денежных потоков, генерируемых компанией.

Следовательно, чем больше удельный вес заемного капитала, привлекаемого корпорацией для финансирования своей хозяйственной деятельности, тем выше будет ее рыночная стоимость.

Главный вопрос заключается в том, существует ли оптимальная структура капитала компании, т.е. может ли компания путем изменения состава источников и способа формирования структуры капитала оказывать влияние на величину своей рыночной стоимости и стоимость капитала?

В научной литературе широко распространен традиционный подход к структуре капитала, основателем которого является Г. Дюран (1952). В соответствии с ним оптимальная структура капитала существует и разумное использование заемных средств может привести к росту рыночной стоимости компании. Несмотря на то что при использовании заемных средств инвесторы повышают требуемую норму доходности собственного капитала компании, выгоды от привлечения более дешевых заемных средств будут выше, чем рост стоимости собственного капитала.

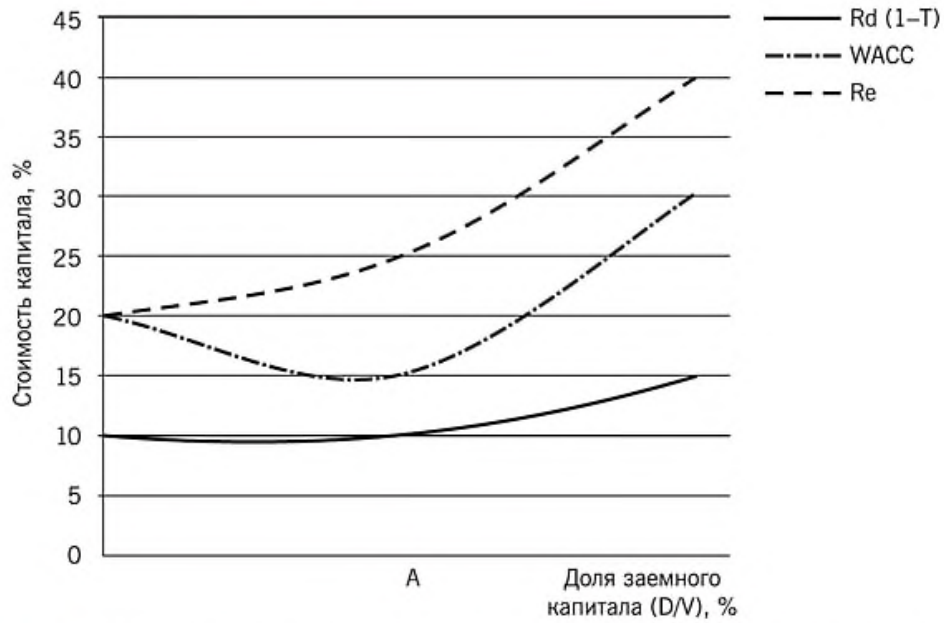


Рис. 11.1. Динамика стоимости привлечения капитала в соответствии с традиционным подходом

В соответствии с традиционным подходом стоимость привлечения собственного капитала (R_e) увеличивается более быстрыми темпами по сравнению со стоимостью привлечения заемного капитала (R_d). Средневзвешенная стоимость капитала (WACC) сначала уменьшается с увеличением доли заемных средств. Но с определенного момента она начинает увеличиваться, так как эффект налогового щита перекрывается ростом стоимости собственного капитала (R_e). Одновременно растет и стоимость заемного капитала (R_d). Следовательно,

польз. №486952; dt: 1569490454, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490460, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

оптимальная структура капитала находится в точке А, в которой начинается рост стоимости привлечения заемного капитала.

Сущность традиционного подхода графически изображена на рис. 11.1.

Как уже говорилось в предыдущих главах, **Ф. Модильяни** и **М. Миллер** в 1958 г. разработали собственную теорию структуры капитала, которая основывалась на ряде условных допущений, суть которых заключается в следующем.

1. Рынки капитала совершенны. Это означает, что информация доступна всем инвесторам и является бесплатной; отсутствует комиссия брокерам; инвесторы привлекают капитал на рынке по тем же ставкам, что и корпорации.

2. Все инвесторы имеют одинаковые ожидания относительно будущей доходности инвестиций и их рисковости.

3. Производственный риск компаний может быть измерен достаточно точно, и фирмы с одинаковой степенью риска могут быть объединены в однородные группы.

4. Операции по предоставлению кредита являются безрисковыми.

5. Все потоки денежных средств являются бессрочными, т.е. фирмы не увеличивают темпы роста объемов производства.

6. Отсутствуют корпоративные налоги.

Основываясь на этих условиях, Ф. Модильяни и М. Миллер разработали и математически доказали две теоремы. Суть ***теоремы 1*** заключается в следующем: рыночная стоимость компании не зависит от структуры ее капитала, а равна потоку ожидаемых в будущем доходов от основной деятельности, дисконтированному по ставке, соответствующей группе риска, в которой она находится:

$$V_U = V_L = \frac{EBIT}{WACC} = \frac{EBIT}{r}, \qquad (11.7)$$

где V_U, V_L — стоимость финансово независимой (не имеющей заемного капитала) и финансово зависимой (использующей займы) компании соответственно;
D — величина заемного капитала;
E — величина собственного капитала;
EBIT — прибыль компании от основной деятельности до вычета налогов и процентов;
r — норма доходности инвестора с учетом риска (ставка капитализации дохода).

Для доказательства этой теоремы Ф. Модильяни и М. Миллер использовали **теорию арбитража (Arbitrage Pricing Theory, APT)**, суть которой заключается в том, что в условиях идеальных рынков инвесторы всегда будут продавать акции более дорогой компании и покупать акции более дешевой компании, т.е. совершать арбитражные операции. Одновременно совершаемые арбитражные транзакции различных инвесторов приведут, во-первых, к подъему цены акций одной компании и одновременно снижению уровня требовательности к доходности ее собственного капитала, а во-вторых, к снижению цены акций другой компании и одновременно повышению уровня требуемой доходности ее собственного капитала. Это будет продолжаться до тех пор, пока стоимость акций обеих компаний не уравновесится. Важно отметить также, что в этом случае инвесторы для проведения арбитражных процедур используют финансовый рычаг, т.е. личные инвестиционные возможности.

В результате арбитражных операций рыночная стоимость этих компаний окажется одинаковой. Это связано с тем, что в рыночной экономике действует закон единой цены, который означает, что схожие товары не могут продаваться на одном рынке по разным ценам.

В ***теореме 2*** утверждается, что рыночная стоимость акционерного капитала финансово зависимой компании (V_L) равна сумме рыночной стоимости акционерного капитала

польз. №486952; dt: 1569490460, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490467, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

финансово независимой компании (V_u) и премии за риск, которая представляет собой произведение разницы стоимости привлечения акционерного капитала и стоимости привлечения заемного капитала для финансово зависимой фирмы и коэффициента финансового левериджа, который равен отношению стоимости заемного и собственного капитала:

$$V_L = V_u + (R_E - R_d)\frac{D}{E}, \qquad (11.8)$$

где V_L — рыночная стоимость акционерного капитала финансово зависимой компании;
V_d — стоимость заемного капитала;
V_u — стоимость акционерного капитала финансово независимой компании;
D — величина заемного капитала;
E — величина собственного капитала;
$(R_E - R_d)$ — премия за риск;
$\frac{D}{E}$ — коэффициент финансового рычага.

Таким образом, по мере увеличения доли заемного капитала в структуре капитала компании цена ее акционерного капитала также увеличивается.

В рассмотренных теоремах Модильяни—Миллера утверждается, что увеличение доли заемного капитала не увеличивает стоимость компании, так как привлечение более дешевого заемного капитала приводит к росту степени риска и повышению требований акционеров к уровню доходности собственного капитала. Это утверждение верно для идеального рынка.

Но в реальных рыночных условиях все компании платят налоги, которые оказывают серьезное влияние на рыночную стоимость компании. Кроме того, если учитывать налоговые и процентные платежи по долговым обязательствам компании, то ситуация существенно изменится. Влияние этих факторов на рыночную стоимость компании рассматривается в более поздней работе Ф. Модильяни и М. Миллера, опубликованной в 1963 г.

Существует два вида налогов: корпоративные и личные. Следует иметь в виду, что они по-разному влияют на стоимость компании. Корпоративный налог на прибыль уплачивается после уплаты процентов по долгу. Это дает преимущество долговому финансированию, которое заключается в том, что проценты уплачиваются из прибыли до уплаты налогов. Что касается дивидендов, то они выплачиваются корпорацией из прибыли после уплаты налогов. Таким образом, общий размер средств, направляемых на выплату доходов инвесторам, будет больше при долговом финансировании. Этот эффект, как уже говорилось в главе 5, называется эффектом налогового щита (tax shield). Прибыль, направляемая на выплату процентов и дивидендов, увеличивается на величину, равную произведению налогового щита и ставки налога на прибыль корпорации. В результате расходы по уплате процентов по долговым обязательствам исключаются из налогооблагаемой базы.

Финансово независимые компании должны платить налог на прибыль со всей суммы чистого операционного дохода, а финансово зависимые компании — из чистого дохода, уменьшенного на сумму процентных платежей по долговым обязательствам. Следовательно, финансово зависимые компании будут иметь более высокую стоимость, чем финансово независимые компании, находящиеся в той же группе риска и имеющие одинаковый объем ожидаемой прибыли.

В итоге совокупная стоимость компании, использующей долговое финансирование, будет выше, чем если бы она не привлекала заемные средства. В данном случае приведенная стоимость налоговых льгот (PV_T) будет рассчитываться по формуле:

польз. №486952; dt: 1569490467, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490473, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

$$PV_T = \frac{r \times D \times T}{r} = D \times T, \quad (11.9)$$

где PV_T — приведенная стоимость налоговых льгот;
r — процентная ставка по долгу;
D — рыночная стоимость долга;
T — ставка налога на прибыль корпорации.

Процентная ставка по долгу является ставкой дисконтирования, так как финансовый риск в данном случае соответствует процентному риску по кредиту.

В результате стоимость компании, использующей долговое финансирование, представляет собой сумму стоимости компании, не использующей заемный капитал, и приведенной стоимости налоговых льгот:

$$V_D = V_u + PV_T. \quad (11.10)$$

Однако если прибыль корпорации невелика, налоговая экономия может быть не столь существенна.

С возрастанием доли заемного капитала сумма экономии увеличивается и достигает своего максимума при 100% заемном финансировании.

Стоимость финансово независимой фирмы можно определить по формуле:

$$V_u = \frac{EBIT(1-T)}{Vc}. \quad (11.11)$$

В соответствии с данной теорией рыночная стоимость акционерного капитала финансово зависимой компании равна сумме акционерного капитала финансово независимой компании и премии за риск, учитывающей ставку налога на прибыль корпорации:

$$V_c = V_u + (R_E - R_d) \times \frac{D}{E} \times (1-T), \quad (11.12)$$

где (1 - T) — налоговый корректор.

В результате использования налогового корректора увеличение цены акционерного капитала происходит более медленно, чем при отсутствии налогов, что приводит в итоге к увеличению рыночной стоимости компании.

Кроме того, инвесторы уплачивают налоги на личные доходы, полученные от принадлежащих им обыкновенных и привилегированных акций и облигаций, которые также необходимо учитывать при определении рыночной стоимости компании.

В 1977 году Мертон Миллер разработал модель, учитывающую влияние на стоимость компании как корпоративных налогов, так и налогов на доходы физических лиц. В соответствии с ней стоимость финансово независимой компании определяется по следующей формуле:

$$V_u = \frac{EBIT(1-T)(1-T_s)}{V_L}, \quad (11.13)$$

где T — ставка налога на прибыль корпорации;
T_s — ставка налога на личный доход инвесторов от владения акциями.

Стоимость финансово зависимой компании, согласно модели Миллера, может быть определена по формуле:

польз. №486952; dt: 1569490473, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490482, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

$$V_L = V_u + \left[1 - \frac{(1-T)(1-T_s)}{1-T_d}\right] \times D, \qquad (11.14)$$

где T_d — ставка налога на личный доход от предоставления займа;
D — рыночная стоимость заемного капитала.

Модель М. Миллера исходит из допущения, что эффективная ставка налога на доход от акций меньше эффективной ставки налога на доход по облигациям. Поэтому она показывает меньшее значение выгоды от использования заемного капитала, чем модель Модильяни — Миллера с учетом налогов.

Однако этот вывод не всегда соответствует действительности. Если налоговая ставка на доход инвесторов от владения акциями больше, чем на их доход от облигаций, преимущество заемного финансирования очевидно. Однако при этом налоги на личные доходы существенно снижают выгоды инвесторов от привлечения заемного финансирования.

На практике как ученые, так и финансовые менеджеры компаний считают данные модели недостаточно обоснованными, так как они не учитывают влияния многочисленных факторов, связанных с несовершенством финансового рынка, в частности затраты, связанные с финансовыми затруднениями и агентские затраты. Это привело к созданию компромиссных моделей, которые учитывают влияние этих факторов.

Финансовые затруднения (bankrupcy costs) возникают в том случае, если финансовые обязательства корпорации влияют на ее производственную и финансовую деятельность. Причиной возникновения финансовых затруднений является недостаток средств, вызванный различными причинами как объективного, так и субъективного характера.

Затраты, связанные с финансовыми затруднениями, могут быть прямыми и косвенными. К прямым относятся оплата услуг юристов, судебные издержки, связанные с банкротством, административные расходы, затраты, связанные с физической порчей имущества компании. К косвенным затратам относятся потеря позиций компании на рынке в результате снижения качества производимой продукции, проблемы с привлечением капитала на финансовом рынке, потеря высококвалифицированных работников, потеря клиентской базы и др.

Степень финансовых затруднений у различных компаний может быть различной. Последняя степень финансовых затруднений представляет собой угрозу банкротства компании, когда она не в состоянии выполнить свои обязательства. В условиях идеальных рынков такая ситуация невозможна. На практике, в реальном мире состояние финансового затруднения приводит к возникновению дополнительных издержек, которые называются издержками банкротства.

В условиях, когда рынки капитала не являются идеальными, ликвидация активов фирмы, которая в силу определенных объективных обстоятельств становится банкротом, может осуществляться и чаще всего осуществляется по цене ниже их экономической стоимости. В результате владельцы ценных бумаг получат меньше средств, чем они могли бы получить при отсутствии угрозы банкротства. При этом необходимо иметь в виду, что ожидание затрат, связанных с банкротством, возрастает при увеличении удельного веса долгового финансирования в структуре капитала корпорации, что отрицательным образом сказывается прежде всего на стоимости компании. По мере наращивания долга требуемая доходность инвесторов возрастает, и это приращение представляет собой не что иное, как премию за тот допустимый финансовый риск, который возникает при дополнительном привлечении заемного капитала.

Все это приводит к снижению общей стоимости компании и повышению цены ее капитала. В результате владельцы ценных бумаг получают меньше средств, чем могли бы при отсутствии издержек, связанных с банкротством.

польз. №486952; dt: 1569490482, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490487, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Корпорация, привлекающая для финансирования своей деятельности заемные средства, имеет большую вероятность банкротства, чем финансово независимая компания, в результате чего при прочих равных условиях она оказывается менее привлекательной для инвесторов.

По мере увеличения соотношения «заемный капитал к собственному капиталу» вероятность банкротства начинает увеличиваться, причем с повышенной скоростью. Это ведет к увеличению издержек банкротства, что приводит к снижению рыночной стоимости компании. По мере увеличения удельного веса долговых обязательств возрастает и требуемая ставка доходности собственного капитала, что находит выражение в увеличении премии за риск, равной разности между требуемой ставкой доходности и безрисковой ставкой.

Последствия финансовых затруднений также оказывают свое влияние и на держателей облигаций. Это связано с тем, что при возникновении финансовых затруднений одновременно увеличивается вероятность неуплаты долга и процентов по нему, что приводит к повышенным требованиям держателей облигаций к их доходности, т.е. к увеличению цены заемного капитала.

Чтобы решить эту проблему, необходимо найти оптимальную точку равновесия между выгодами, получаемыми от налоговой экономии, и величиной риска банкротства.

На стоимость корпорации и структуру капитала также оказывают влияние **издержки на мониторинг (или агентские издержки (agency costs))**. Они представляют собой издержки, связанные с осуществлением контроля за руководством и менеджментом корпорации, направленным на мониторинг действий менеджмента по защите интересов акционеров и кредиторов в соответствии с договорами, заключенными с ними.

Руководство компании в данном случае выступает в качестве доверенных лиц (или агентов) владельцев корпорации (т.е. ее акционеров). В соответствии с заключенным соглашением владельцы делегируют агентам свои полномочия в области принятия решений по управлению компанией. Чтобы обеспечить наиболее эффективную работу менеджеров, к ним применяется, с одной стороны, эффективная система стимулирования и осуществляется контроль (т.е. мониторинг) их деятельности — с другой. Это требует осуществления соответствующих дополнительных затрат, которые получили название агентских издержек.

Другой тип агентских затрат связан с использованием заемного капитала и с отношениями, складывающимися между держателями акций и держателями облигаций корпорации. В связи с тем что акционеры могут действовать в ущерб держателям облигаций различными способами, облигации защищены ограничительными условиями, которые могут затруднять деятельность компании. Для осуществления контроля за соблюдением этих условий необходимо осуществление определенных затрат (например, на проведение аудита и оценки). В результате возникают потери от снижения эффективности деятельности компании и дополнительные расходы на контроль за соблюдением интересов держателей облигаций.

Эти издержки несут акционеры, что приводит к повышению требуемой ими ставки доходности по ценным бумагам компании. Чем выше агентские затраты, тем выше уровень требований по долговым обязательствам и тем ниже (при прочих равных условиях) рыночная стоимость компании. При этом объем мониторинга (и затраты на него) возрастают по мере увеличения общей суммы долговых обязательств компании.

По мере роста финансового рычага издержки на мониторинг начинают возрастать ускоренными темпами.

Таким образом затраты, связанные с финансовыми затруднениями, и агентские затраты снижают стоимость финансово зависимой компании, что находит свое выражение в следующей формуле:

польз. №486952; dt: 1569490487, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490492, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

$$V_L = V_u + T \times D - PV_b - PV_a, \quad (11.15)$$

где PV_b — приведенная стоимость затрат, связанных с возможностью финансовых затруднений;
PV_a — приведенная стоимость агентских затрат.

В результате учета всех этих факторов эффект налогового щита, связанный с использованием заемных средств, будет уменьшаться, что в итоге приводит к снижению рыночной стоимости компании.

Рассмотренные **компромиссные модели** позволяют сделать следующие выводы. В реальном мире оптимальная структура капитала должна существовать. При привлечении заемных средств стоимость капитала компании сначала снижается за счет эффекта налогового щита, а рыночная стоимость компании растет. Когда финансовый рычаг увеличивается, эффект налогового щита снижается, что приводит к росту цены капитала компании и снижению рыночной стоимости компании. Издержки на мониторинг и финансовые затруднения ведут к дополнительному увеличению этого роста.

По мере увеличения доли заемных средств эффект налогового щита увеличивается. В точке, где величина предельных издержек на банкротство и агентских издержек равны величине предельных налоговых льгот, стоимость капитала компании достигает своего минимума, а рыночная стоимость компании — своего максимума. Эта точка и будет соответствовать оптимальной структуре капитала компании.

Компромиссные модели могут использоваться при принятии решения о целесообразности привлечения заемных средств. Для принятия решения необходимо сопоставить ожидаемые затраты финансовых затруднений и агентские расходы с возможной суммой экономии средств на налогах, возникающей в результате привлечения заемных средств.

Так, компаниям с высоким уровнем риска, у которых выше вероятность финансовых затруднений и выше соответствующие им затраты, следует использовать заемный капитал в меньшем объеме, чем низкорисковым компаниям, которые могут привлекать заемный капитал в больших объемах. Естественным ограничением здесь является величина налоговой экономии.

При использовании компромиссных моделей необходимо также учитывать тот факт, что корпорации, имеющие материальные активы, имеют больше возможностей привлекать заемные средства, чем компании, у которых преобладают нематериальные активы. Это связано с тем, что величина затрат на преодоление финансовых затруднений зависит не только от вероятности их наступления, но и от возможного ущерба, который определяется ценой активов предприятия (нематериальные активы обесцениваются быстрее, чем материальные).

Большое значение при выборе источников формирования капитала имеет размер ставки налогообложения корпорации. Компании с высокой налоговой ставкой имеют больший размер экономии при использовании заемного капитала, чем компании с небольшой ставкой налога на прибыль, поэтому они могут привлекать больше заемных средств.

В процессе дальнейшей доработки и совершенствования компромиссных моделей структуры капитала выяснилось, что на практике все субъекты рынка имеют различные ожидания, т.е. обладают различной степенью информированности относительно состояния рынка. Эта теория получила название **теории асимметричной информации (asymmetric(al) information theory) или сигнальной теории (С. Майерс)**. В соответствии с данной теорией управляющая компания лучше информирована о состоянии дел в компании и ее перспективах, чем акционеры. Этот факт должен в обязательном порядке учитываться при принятии решения о выборе источников финансирования. На практике эта теория реализуется

польз. №486952; dt: 1569490492, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490501, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

путем ограничения выпуска новых обыкновенных акций по пониженной цене и сохранения резервного заемного потенциала компании за счет более высокой доли акционерного капитала и низкого уровня задолженности. Этот резервный потенциал может использоваться в случае крайней необходимости для привлечения заемных средств в необходимых размерах.

11.2. Методы управления структурой капитала корпорации

В процессе управления структурой капитала главной задачей финансового менеджера является обеспечение баланса между риском и доходностью компании на основе разумной комбинации операционного и финансового рычагов, так как совокупный риск фирмы характеризуется силой совокупного рычага, объединяя ее производственный и финансовый риски.

Данная задача решается в процессе определения **оптимальной структуры капитала компании**, т.е. такой смешанной структуры источников его формирования, которая максимизирует совокупное богатство акционеров. С этой целью используются различные специальные методы.

При выборе оптимальной структуры капитала компании необходимо учитывать ее влияние на прибыльность акций. **Прибыль на акцию (Earnings Per Share (EPS))** представляет собой чистую прибыль, приходящуюся на одну акцию, размещенную на рынке. Размер чистой прибыли во многом зависит от величины процентных платежей по долговым обязательствам, которые должны погашаться в первую очередь. Если платежи по данным обязательствам ниже доходности активов компании, то с ростом удельного веса заемных средств в структуре капитала прибыль на акцию также будет увеличиваться. Однако в данном случае в ситуации неопределенности возрастает и степень финансового риска в отношении получаемого размера чистой прибыли.

Одним из методов оптимизации структуры капитала компании является **анализ безубыточности, основанный на расчете величины прибыли, приходящейся на одну акцию (EBIT-EPS)**. Этот анализ проводится с целью оценки влияния различных вариантов структуры источников финансирования на размер прибыли, приходящийся на одну акцию. С этой целью рассчитываются коэффициенты, характеризующие зависимость прибыли на одну акцию от прибыли до уплаты процентов и налогов.

Величину прибыли на одну акцию при определенном уровне прибыли до уплаты процентов и налогов можно определить по следующей формуле:

$$EPS = \frac{(EBIT - I)(1 - T) - PD}{NS}, \qquad (11.16)$$

где I — годовая сумма выплачиваемых процентов по долговым обязательствам (Interest);
PD — годовая сумма дивидендов по привилегированным акциям;
T — ставка налога на прибыль;
NS — количество обыкновенных акций, находящихся в обращении.

В процессе проведенного анализа для каждого из возможных вариантов структуры капитала рассчитывается размер прибыли на одну акцию и строится график безубыточности (рис. 11.2)

На рисунке 11.2 каждая из прямых линий соответствует одному из трех вариантов финансирования — финансирование за счет эмиссии обыкновенных акций, эмиссии привилегированных акций и эмиссии облигаций. Важным моментом в процессе анализа яв-

польз. №486952; dt: 1569490501, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490508, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ляется определение точки, в которой прибыль на одну акцию равняется нулю. Эта точка равна размеру прибыли до уплаты процентов и налогов, необходиму для покрытия всей суммы постоянных издержек финансирования.

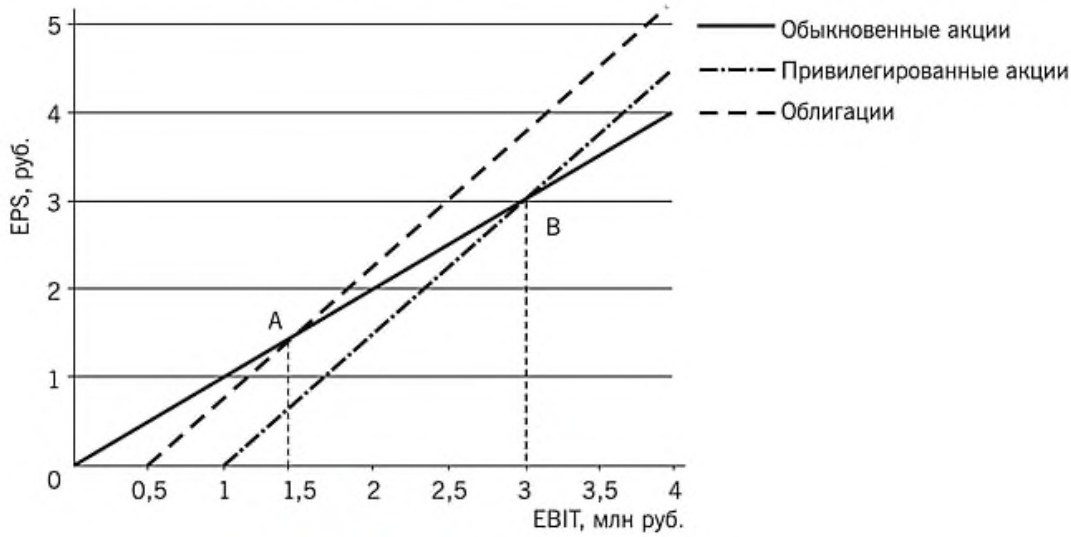


Рис. 11.2. Графики зависимости EBIT-EPS

Его можно определить из формулы (11.16). Для обыкновенных акций постоянные издержки финансирования равны нулю. Для долгового финансирования они равны сумме уплаченных процентов. Для покрытия издержек на выплату дивидендов по привилегированным акциям необходимо совокупную величину годовых дивидендов разделить на налоговый корректор (1 – T). Это связано с тем, что дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются из чистой прибыли компании.

В местах пересечении указанных графиков находятся точки безразличия прибыли на одну акцию, соответствующие различным вариантам финансирования.

В данном примере точка A является точкой безразличия для варианта финансирования за счет эмиссии обыкновенных акций и эмиссии облигаций, а точка B — для финансирования за счет эмиссии обыкновенных и привилегированных акций. При этом точка безубыточности между финансированием за счет облигаций и привилегированных акций отсутствует. Это объясняется тем, что оба этих источника имеют фиксированную доходность. Из графиков на рис. 11.2 также видно, что наибольший уровень прибыли на одну акцию может быть получен при долговом финансировании.

Чтобы определить точку безразличия между двумя вариантами финансирования не графическим, а математическим путем, необходимо снова воспользоваться формулой (11.16) или (11.18), выразив величину прибыли на одну акцию для каждого варианта и приравняв полученные выражения друг к другу:

$$EPS_1 = EPS_2 \text{ , или} \tag{11.17}$$

$$\frac{(EBIT - I_1)(1-T) - PD_1}{NS_1} = \frac{(EBIT - I_2)(1-T) - PD_2}{NS_2}, \tag{11.18}$$

где EBIT — точка безразличия между первым и вторым вариантами финансирования.

польз. №486952; dt: 1569490508, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490514, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

При значении прибыли до уплаты процентов и налогов, превышающем точку равновесия, финансирование с более высокой долей заемных средств позволит получить более высокую прибыль на одну акцию.

График зависимости EBIT-EPS не позволяет проанализировать степень финансового риска, возникающего при различных вариантах финансирования. Но некоторые выводы из него можно сделать. Для этого необходимо сопоставить точку безразличия между двумя вариантами финансирования с наибольшим возможным уровнем прибыли до уплаты процентов и налогов. Чем больше превышение ожидаемого уровня прибыли до уплаты процентов и налогов над точкой безубыточности, тем более предпочтительным является долговое финансирование. Кроме того, необходимо оценить вероятность снижения уровня прибыли до уплаты процентов и налогов в будущем периоде: если вероятность такого снижения высока, долговой вариант является высокорисковым.

Еще одним эффективным инструментом управления структурой капитала корпорации является **анализ ее денежных потоков**. Компания должна обладать достаточным объемом денежных средств, необходимых для погашения своих обязательств, которые являются фиксированной величиной. Размер фиксированных платежей зависит от величины долговых обязательств компании. Если у корпорации окажется недостаточно средств для оплаты основной суммы долга и процентов по нему, она может стать неплатежеспособной и обанкротиться. Поэтому чем больше величина ожидаемых денежных потоков и чем стабильнее их характер, тем выше долговой потенциал компании.

Для определения долгового потенциала компании используются также такие инструменты управления структурой капитала, как коэффициенты покрытия, а именно, **коэффициент покрытия процента ICR (Interest Coverage Ratio) и коэффициент обслуживания долга DSB (Debt-Service Burden)**.

Как уже говорилось в главе 3, **коэффициент покрытия процента** рассчитывается на основе показателя прибыли до уплаты процентов и налогов, который представляет собой прогнозируемый денежный поток компании по операционной деятельности, по следующей формуле:

$$ICR = \frac{EBIT}{I}. \tag{11.19}$$

Если коэффициент покрытия процента равен 1, то получаемой прибыли хватит только на выплату процентов. Оптимальной величины данного коэффициента не существует, для каждой компании он является индивидуальным.

Но кроме процентов по долговым обязательствам компания должна также выплачивать и основную сумму долга. С этой целью рассчитывают коэффициент обслуживания всего долга DSB, который показывает способность компании выполнять свои обязательства по выплате основной суммы долга. Он определяется по следующей формуле:

$$DSB = \frac{EBIT}{I + \frac{D}{1 - T}}, \tag{11.20}$$

где D — выплата основной суммы долга.

Выплата основной суммы долга корректируется с учетом налога на прибыль, так как в отличие от процентов по кредиту она осуществляется из прибыли, остающейся у компании после уплаты налогов.

польз. №486952; dt: 1569490514, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490519, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Чем ближе значение коэффициента обслуживания долга к 1, тем сложнее компании выполнять свои обязательства. Если коэффициент обслуживания долга равен 2, то прибыль до уплаты процентов и налогов может снизиться не более чем на 0,5, чтобы ее хватило на осуществление выплат по долговым обязательствам (1 — 0,5 = 0,5).

Но даже если коэффициент покрытия будет меньше 1, компания сможет выполнить свои долговые обязательства за счет привлечения альтернативных дополнительных источников финансирования существующей задолженности.

Коэффициенты покрытия являются важным аналитическим инструментом. Они могут использоваться для анализа ситуации по финансированию долговых обязательств компании в периоды, предшествующие текущему году, а также в плановом периоде.

Кроме того, они могут использоваться для разработки оптимальной структуры капитала компании. Однако их применение имеет определенные границы, и поэтому они не могут быть единственным критерием, определяющим оптимальную структуру капитала компании.

Одновременно с проведением количественного анализа для определения оптимальной структуры капитала финансовому менеджеру необходимо также использовать **экспертные методы**.

Они основаны на учете качественных факторов, оказывающих влияние на оптимальную структуру капитала фирмы, к которым относятся необходимость поддержания резервного заемного потенциала компании, обеспечение финансовой гибкости компании, сохранение контроля над компанией, отраслевые факторы, состав и структура активов компании, темпы роста компании, доходность, информационный эффект, позиция менеджеров компании и др.

Кроме того, важной задачей при выборе оптимальной структуры капитала фирмы является определение влияния возможного варианта финансирования на рейтинг ценных бумаг компании. С этой целью прибегают к услугам одного или нескольких рейтинговых агентств, например таких, как Moody's Investors Service и Standard & Poor's. Агентство оценивает качество эмитируемых компанией ценных бумаг с учетом влияния комплекса следующих показателей: уровень коэффициентов ликвидности, долга, доходности и покрытия, деловой риск компании, способность компании генерировать денежные потоки и т.д.

Дополнительно возникающие долговые обязательства могут снижать кредитный рейтинг компании, поэтому это также необходимо учитывать при формировании оптимальной структуры капитала.

Из всего сказанного ранее можно сделать вывод о том, что ни один из рассмотренных методов оптимизации структуры капитала не является абсолютно приемлемым. Поэтому в практике финансового управления необходимо использовать несколько различных методов одновременно.

В процессе разработки оптимальной структуры капитала компании финансовый менеджер определяет **целевую структуру капитала (target capital structures)**. Целевая структура капитала представляет собой такую структуру капитала компании, которая обеспечивает наиболее эффективное решение стоящих перед ней задач и в наибольшей степени соответствует экономическим условиям ее функционирования. Целевая структура капитала отражает определенное заданное соотношение собственных и заемных источников формирования капитала, которое является максимально рентабельным и минимально рисковым.

польз. №486952; dt: 1569490519, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490529, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Формирование целевой структуры капитала

Формирование целевой структуры капитала осуществляется в несколько этапов.

На **первом этапе** определяется общий размер капитала корпорации, необходимый для обеспечения ее производственно-хозяйственной деятельности и финансирования приобретения необходимых активов. Недостаточный объем капитала создает трудности в осуществлении операционной деятельности компании, в то же время избыточный его объем может привести к неэффективному использованию активов и снижению уровня доходности операционной деятельности. Таким образом, общая потребность компании в капитале должна быть оптимальной с позиции обеспечения высокой нормы доходности и приемлемого уровня риска. Расчет потребности в капитале может осуществляться различными методами, такими как балансовый, метод аналогий, метод удельной капиталоемкости и др.

На **втором этапе** оценивается влияние на структуру капитала основных факторов, что позволяет в последующем сформировать оптимальную структуру капитала. К подобного рода факторам относятся как объективные факторы, например ситуация, складывающаяся на финансовых рынках, уровень инфляции, средний уровень процентных ставок по заемным средствам, стадия экономического цикла, на которой находится экономика страны, так и субъективные: особенности организационно-правовой формы компании, ее цели и стратегия, стадия жизненного цикла компании, планируемые в будущем периоде темпы роста, доступность отдельных источников финансирования на финансовых рынках и др.

На **третьем этапе** определяется состав основных источников формирования капитала компании, как собственных, так и заемных. При этом во внимание берутся только долгосрочные источники. В составе собственного капитала необходимо рассматривать не только уставный капитал, но и добавочный капитал, а также создаваемые предприятием резервы и нераспределенную прибыль. В состав заемных источников включаются долгосрочные кредиты банка и облигационные займы.

На третьем этапе производится также расчет цены каждого элемента, составляющего капитал компании, и определяется его средневзвешенная цена. Расчет ведется по различным альтернативным вариантам состава и структуры источников, в результате чего выбирается наиболее оптимальный вариант структуры капитала по критерию минимизации его стоимости.

На **четвертом этапе** рассчитывается доходность собственного капитала компании при различных вариантах состава и структуры совокупного капитала корпорации. В результате произведенных расчетов происходит выбор структуры капитала, обеспечивающей максимальный уровень доходности собственного капитала компании.

Одновременно с этим проводятся расчеты степени производственно-финансового риска, связанного с использованием заемных средств. Они осуществляются путем расчета **эффекта операционного и финансового рычагов**, а также сопряженного эффекта этих двух рычагов. Предпочтение отдается варианту структуры капитала с наиболее приемлемым для компании уровнем совокупного риска.

Процесс выбора оптимальной структуры завершается анализом соотношения риска и доходности конкретных вариантов структуры капитала.

На заключительном, **пятом этапе** формируется целевая структура капитала компании, которая учитывает результаты расчетов по каждому этапу и в наибольшей степени соответствует целям и стратегии компании.

Расчеты целевой структуры капитала проводятся с использованием **экономико-математического моделирования**. Суть данного подхода заключается в создании прогнозной

польз. №486952; dt: 1569490529, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490533, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

модели, учитывающей исходные данные, вводимые финансовым менеджером. Исходные данные базируются на показателях годового бухгалтерского отчета компании. Кроме того, они включают в себя значения отдельных переменных критериев, которые запланированы на прогнозный период, таких как темпы роста объема реализации, состав и структура затрат на производство продукции, темпы роста дивидендов, темпы инфляции, уровень процентных ставок по полученным и планируемым кредитам, предполагаемый уровень затрат на привлечение отдельных источников формирования капитала компании (стоимость собственного и заемного капитала), пропорции в распределении чистого дохода, показатели ликвидности и платежеспособности, показатели доходности и другие факторы. Также рассчитываются прогнозные значения рыночной цены акций компании, средневзвешенная стоимость капитала, объем внешнего финансирования, величина прибыли, приходящаяся на одну акцию, коэффициенты покрытия и другие показатели.

Данная модель используется для анализа возможных прогнозных вариантов целевой структуры капитала. Сделать правильный выбор достаточно сложно, так как реальная ситуация может существенно отклоняться от прогнозируемой под влиянием различных объективных и субъективных факторов, а также в связи с неопределенностью будущей экономической ситуации. Кроме того, большое значение имеют опыт, квалификация и интуиция финансового менеджера.

Следует иметь в виду, что не существует универсальных критериев формирования оптимальной структуры капитала. В каждой корпорации к решению данного вопроса следует подходить индивидуально с учетом особенностей ее деятельности.

Ключевые термины

- Структура капитала.
- Средневзвешенная стоимость капитала.
- Финансовый рычаг.
- Заемный капитал.
- Акционерный капитал.
- Арбитражные операции.
- Налоговый щит.
- Агентские затраты.
- Затраты финансовых затруднений.
- Асимметричная информация.
- Прибыль до уплаты процентов и налогов.
- Прибыль на акцию.
- Коэффициент покрытия процентов.
- Коэффициент обслуживания займа.
- Целевая структура капитала.
- Налог на прибыль корпорации.
- Налог на доходы инвесторов.

Контрольные и дискуссионные вопросы

1. Что представляет собой структура капитала корпорации?
2. Какова цель и задачи управления структурой капитала?
3. Влияет ли структура капитала на рыночную стоимость компании?

польз. №486952; dt: 1569490533, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490539, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

4. Какие теории структуры капитала вы знаете?
5. В чем суть теории структуры капитала Модильяни — Миллера?
6. Какие факторы оказывают влияние на структуру капитала компании?
7. Что представляют собой арбитражные операции и какое влияние они оказывают на структуру капитала и стоимость компании?
8. Что представляют собой издержки, связанные с банкротством? Какое влияние они оказывают на стоимость компании?
9. Что представляют собой агентские издержки? Как они влияют на стоимость фирмы?
10. Что представляет собой налоговый щит и каким образом он влияет на структуру капитала и стоимость компании?
11. В чем суть теории асимметричной информации (сигнальная теория) и какое влияние она оказывает на структуру капитала компании?
12. Существует ли оптимальная структура капитала корпорации? И если да, то какой она должна быть?
13. Какие методы используются для оптимизации структуры капитала?
14. Что представляет собой целевая структура капитала корпорации?
15. Раскройте содержание и последовательность этапов формирования целевой структуры капитала компании.

Задачи

1. Рыночная стоимость компании «Альфа» составляет 100 млн руб. В настоящее время капитал компании создан за счет эмиссии обыкновенных акций. С целью расширения бизнеса компания планирует выпустить облигационный заем. В зависимости от величины долга приведенная стоимость издержек, связанных с банкротством, составляет, по оценкам банка:

Показатель	Долг, млн руб.				
	5	10	15	20	25
Приведенная стоимость издержек банкротства, тыс. руб.	10	50	100	150	200
Приведенная стоимость издержек мониторинга, тыс. руб.	0	30	60	90	120

Приведенная стоимость налоговых льгот составляет 20% рыночной стоимости заемных средств.

Определите, какой должна быть оптимальная величина долга для данной компании, и обоснуйте свое решение.

2. Прибыль компании «Бета» до уплаты процентов и налогов равна 3 млн руб. Ставка капитализации собственного капитала при отсутствии заемных средств составляет 15%. Компания планирует привлечь заемные средства под 12% годовых. Определите, какой будет рыночная стоимость компании до и после привлечения заемного финансирования, если размер долга планируется в сумме:

а) 2 млн руб.;

б) 5 млн руб.

3. Величина активов компании «Арго» планируется в размере 10 млн дол. При этом на них компания надеется получить доход, равный 16%. Однако в связи с определенными налоговыми льготами ставка налога будет равна 0. Компания решает, за счет каких источ-

польз. №486952; dt: 1569490539, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490545, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ников финансировать свои активы. Известно, что норма капитализации для финансово независимой фирмы в этом бизнесе равна 11%. Компания может сделать заем с годовой ставкой 6%.

Определите, какова будет стоимость компании «Арго», если она возьмет заем в сумме 6 млн дол. под 6% годовых?

Определите значение средневзвешенной цены капитала и цену собственного капитала компании при условии, что уровень задолженности равен:

а) 0;

б) 6 млн дол.;

в) 10 млн дол.

Как повлияет привлечение заемного финансирования на рыночную стоимость компании «Арго»? Поясните свои выводы.

4. Компании U и L одинаковы во всех отношениях. Но компания U не использует заемный капитал, а L выпустила в обращение 5%-ные доходные облигации на сумму 10 млн дол. со сроком погашения 10 лет. Стоимость привлечения акционерного капитала компании U равна 10%. Прибыль до вычета процентов и налогов составляет 2 млн дол.

Исходя из допущений модели Модильяни — Миллера, а также полного отсутствия всех налогов определите:

1) рыночную стоимость каждой компании в соответствии с теорией Модильяни — Миллера;
2) цену собственного капитала для каждой компании;
3) стоимость совокупного капитала для каждой компании.

Произведите все эти расчеты при условии, что компания уплачивает налог на прибыль по ставке 30%.

Сделайте соответствующие выводы из произведенных расчетов.

Ключевые функции Bloomberg

GLCO — Мировые цены на сырьевые товары.
FXC — Матрица валютных курсов.
ECFC — Экономические прогнозы.
ECST — Мировая экономическая статистика.
LOIS — Монитор ликвидности 3-m спред LIBOR-OIS.
WEI — Мировые фондовые индексы.
MOST — Наиболее активные бумаги.
FXIP — Информационный портал валют.
CBQ — Обзор рынка по стране.
IBQ — Анализ индустрии.

польз. №486952; dt: 1569490545, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490553, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 12

Дивидендная политика

Изучив данную главу, вы:

- познакомитесь с процессом формирования дивидендной политики корпораций, современными подходами к ее реализации;
- разгадаете «загадку дивидендов», поймете, как политика распределения чистой прибыли корпорации на реинвестируемую часть и на дивидендные выплаты влияет на благосостояние акционеров, почему и каким образом рыночная стоимость компании зависит от ее дивидендной политики;
- узнаете, как развивались теоретические подходы к формированию дивидендной политики корпораций, какие подходы превалируют в современной экономике и по каким причинам;
- поймете, какие обстоятельства необходимо рассматривать при разработке дивидендной политики, какие экзогенные и эндогенные факторы определяют дивидендные решения и каким образом эти решения могут создавать добавленную стоимость корпорации, а в каких случаях ее разрушать;
- разберетесь в достоинствах и недостатках основных методик начисления и выплаты дивидендов, принципиальных отличиях основных типов дивидендной политики, узнаете процедуру выплаты дивидендов и ее особенности в России;
- выясните, каким образом, реализуя дивидендную политику, можно не только управлять структурой и стоимостью капитала корпорации, генерируемым ею уровнем финансового риска, но и влиять на стоимость бизнеса и совокупное богатство акционеров.

12.1. Дивидендная политика, самофинансирование и создание стоимости

Понятие «дивидендная политика» (dividend policy) пришло в Россию в 90-х гг. XX в. вместе с основополагающими элементами теории корпоративных финансов из экономической науки США. Именно в этой стране произошло формирование и развитие данной категории, начало которому положило исследование Д. Линтнером (J. Lintner) дивидендных выплат 28 американских компаний за период с 1947 по 1953 г. (1956). Результатом работы стало выявление относительно стабильной доли прибыли компаний, направляемой на выплату дивидендов. Д. Линтнер поставил в числе прочих актуальный до сих пор вопрос о том, что влияет на выбор менеджерами корпорации размера, формы и периодичности дивидендных выплат[1]. Данный вопрос сохраняет остроту и сегодня, что объясняется значительным количеством факторов, обусловливающих выбор параметров дивидендной

[1] *Lintner J.* Distribution of Incomes Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes // American Economic Review. 1956. № 46 (2). P. 97—113.

польз. №486952; dt: 1569490553, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490557, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

политики, а также зачастую их стохастическим влиянием на нее и, следовательно, на рыночную капитализацию компании.

В России понятие дивиденда определяется Гражданским и Налоговым кодексами Российской Федерации, причем в налоговом смысле его значение гораздо шире. С юридической точки зрения **дивидендом признается полученный акционером от акционерного общества при распределении прибыли доход по принадлежащим акционеру акциям пропорционально долям акционеров в уставном капитале этого общества** (т.е. дивиденды выплачивают только акционерные общества). С точки зрения налогообложения дивидендом признается любой доход, полученный акционером (участником) от организации при распределении прибыли, остающейся после налогообложения (в том числе в виде процентов по привилегированным акциям), по принадлежащим акционеру (участнику) акциям (долям) пропорционально долям акционеров (участников) в уставном (складочном) капитале этой организации. К дивидендам также относятся любые доходы, получаемые из источников за пределами Российской Федерации, относящиеся к дивидендам в соответствии с законодательствами иностранных государств[1]. Таким образом, **дивиденд — доход на вложенный участниками капитал при любой форме долевого финансирования**. В обществе с ограниченной ответственностью дивиденд представляет собой часть чистой прибыли, распределяемой учредителями в соответствии с размерами их долей и выплачиваемой им деньгами или имуществом. Общество с ограниченной ответственностью может установить порядок распределения прибыли между учредителями и не пропорционально их долям в уставном капитале, зафиксировав доли в уставе[2].

Основной формой выплаты дивидендов является денежная (cash dividend). Также дивиденды могут выплачиваться акциями (stock dividend) или другим имуществом компании. Дивиденды представляют собой текущий доход акционеров и в определенной степени показывают, насколько успешно работает та коммерческая организация, в акции которой они вложили свои средства. Поскольку выплата дивидендов уменьшает объем реинвестируемой прибыли, решение о размере и порядке выплаты дивидендов является решением об объемах и источниках финансирования деятельности компании и влияет на размер привлекаемых внешних источников капитала.

К сведению

Дивидендная политика существенно влияет на размер внешних источников финансирования, привлекаемых организацией, поскольку капитализация чистой прибыли позволяет расширять деятельность за счет собственных источников.

Реинвестирование прибыли — одна из самых распространенных форм финансирования инвестиционных программ компаний, поскольку позволяет избежать дополнительных расходов по привлечению новых источников финансирования (например, при дополнительной эмиссии акций, получении банковского кредита) и оставляет контроль за деятельностью компании в руках нынешних собственников.

В научной среде до сих пор ведется полемика о том, насколько важна дивидендная политика в деятельности акционерного общества, следует ли выплачивать дивиденды, влияют ли выплата дивидендов и их стабильность на его рыночную стоимость и, следовательно, на благосостояние акционеров. Стабильность выплат — прежде всего индикатор

[1] Налоговый кодекс РФ. Ст. 43.

[2] Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (последняя редакция от 06.04.2015) и Федеральный закон от 8 февраля 1998 г. № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (последняя редакция от 06.04.2015).

польз. №486952; dt: 1569490557, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490564, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

деятельности организации, свидетельство ее финансового благополучия. Она снижает неопределенность, т.е. уровень риска для инвесторов. Информация о стабильных доходах инициирует повышение спроса на акции компании, ведет к росту цены ее акций.

Практика разработки дивидендной политики компаний базируется на следующих основных теориях дивидендной политики:

- значимость дивидендной политики (bird-in-the-hand theory);
- иррелевантность дивидендов (dividend irrelevance theory);
- налоговая дифференциация (tax differential theory);
- сигнализирование дивидендов (signaling theory of dividends);
- клиентура (clientele theory).

Сторонники теории значимости дивидендной политики (теории «синица в руках»), видными представителями которой являются М. Гордон (M. Gordon) и Дж. Линтнер, считают, что дивидендная политика существенно влияет на величину совокупного богатства акционеров. Исходя из стремления избежать риска акционеры всегда предпочтут дивидендные выплаты сегодня потенциально возможным в будущем, в том числе и приросту стоимости капитала. Поскольку размер выплачиваемых дивидендов свидетельствует о стабильности и целесообразности инвестирования в данную компанию, акционеров удовлетворяет меньшая норма прибыли на инвестированный капитал, что приводит к возрастанию рыночной стоимости компании. Напротив, отказ от выплаты дивидендов увеличивает риск инвестирования и вызывает повышение требуемого уровня нормы дохода, что ведет к снижению рыночной стоимости капитала. Таким образом, путем увеличения доли прибыли, направляемой на дивидендные выплаты, компания может повысить благосостояние акционеров.

В рамках данного подхода разработана одна из наиболее авторитетных математических моделей оценки акций — модель роста (модель Гордона):

$$V_t = \frac{D_{t+1}}{r - g},$$

где V_t — теоретическая стоимость акции;
D_{t+1} — сумма ожидаемого дивиденда;
r — ставка требуемой доходности;
g — ожидаемый темп прироста дивидендов.

Согласно данной модели, чем больше ожидаемый доход и чем выше темп его прироста, тем больше теоретическая стоимость акции, т.е. рост благосостояния акционеров. Значит, увеличивать размер дивиденда целесообразно.

Однако у этой модели есть и оборотная сторона, которая состоит в следующем.

1. Для выплаты дивидендов организация должна иметь в распоряжении крупную сумму свободных денежных средств. Низкая ликвидность активов компании может сложиться по различным причинам, и это не обязательно связано с ее неудовлетворительным финансовым состоянием.

2. Выплата дивидендов уменьшает возможности рефинансирования прибыли, что может отрицательно повлиять на прибыль организации и на благосостояние ее владельцев в более далекой перспективе.

Эти два аргумента — в пользу того, что большие дивиденды не выгодны организации. Поэтому основной целью разработки дивидендной политики является установление необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом, который максимизирует рыночную стоимость организации и обеспечит ее стратегическое развитие.

польз. №486952; dt: 1569490564, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490570, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Поскольку совокупный доход акционеров за определенный период складывается из суммы полученного дивиденда и прироста курсовой стоимости акций, определяя оптимальный размер дивидендных выплат, менеджмент компании может повлиять на стоимость компании в целом.

> 🕮 Основная цель разработки дивидендной политики состоит в установлении необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом, максимизирующим рыночную стоимость компании и обеспечивающим ее стратегическое развитие.

Вышедшая в 1961 г. статья М. Миллера и Ф. Модильяни (M. Miller and F. Modigliani)[1] является самым аргументированным обоснованием **теории иррелевантности дивидендов**. В этой статье утверждается, что стоимость фирмы определяется исключительно доходностью ее активов и ее инвестиционной политикой и что пропорции распределения дохода между дивидендами и реинвестированной прибылью не оказывают влияния на совокупное богатство акционеров. Следовательно, оптимальной дивидендной политики как фактора повышения стоимости фирмы не существует.

Ф. Модильяни и М. Миллер строят свои предположения на следующих предпосылках:

- совершенство рынков капитала, подразумевающие бесплатность и равнодоступность информации для всех инвесторов, отсутствие транзакционных расходов (затрат по выпуску и размещению акций), рациональность поведения акционеров;
- гарантированность полного размещения дополнительно эмитируемых акций;
- отсутствие налогов;
- равноценность для инвесторов дивидендов и доходов от прироста капитала. Поскольку реинвестированная прибыль находит свое отражение в стоимости акций, то для акционеров не важно, в какой форме будет выплачен дивиденд, так как они всегда смогут продать свои акции на рынке и таким образом получить часть прибыли компании.

Рассматривая дивиденды как пассивный остаток, размер которого определяется наличием выгодных инвестиционных проектов, Ф. Модильяни и М. Миллер разработали три варианта выплаты дивидендов:

1) если инвестиционные проекты обеспечивают уровень рентабельности, превышающий требуемую норму доходности, акционеры предпочтут вариант реинвестирования прибыли;
2) если ожидаемая прибыль от инвестиций находится на уровне требуемой, то для акционера ни один из вариантов не является предпочтительным;
3) если же ожидаемая прибыль от инвестиционного проекта не обеспечивает требуемый уровень рентабельности, акционеры предпочтут выплату дивидендов.

Иными словами, если компания может получить в результате реализации инвестиционного проекта прибыль, превышающую рыночный уровень капитализации, то акционеры готовы предоставить фирме возможность использовать на инвестиционные цели столько чистой прибыли, сколько необходимо для финансирования всех проектов такого уровня доходности. Размер дивидендов в этом случае определяется остаточным способом после покрытия всех инвестиционных затрат.

Последовательность определения размера дивидендов компании, по мнению Ф. Модильяни и М. Миллера, должна быть такова:

---

[1] *Miller M.H., Modigliani F.* Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // Journal of Business. 1961. № 34. P. 411—433.

польз. №486952; dt: 1569490570, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490582, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

1) составляется инвестиционный бюджет и рассчитывается требуемая сумма инвестиций с необходимым уровнем доходности;
2) формируется структура источников финансирования проекта при условии максимально возможного использования чистой прибыли на инвестиционные цели;
3) если не вся прибыль использована на цели инвестирования, оставшаяся часть выплачивается в виде дивидендов.

В теории Ф. Модильяни и М. Миллера влияние дивидендных выплат на благосостояние акционеров компенсируется другими источниками финансирования, например дополнительной эмиссией ценных бумаг. Одно из основных положений их теории заключается в том, что если на осуществление инвестиционного решения направляются доходы от дополнительной эмиссии акций, а прибыль используется для выплаты дивидендов, то дисконтированная цена акций после финансирования за счет прибыли всех приемлемых проектов плюс выплаченные по остаточному принципу дивиденды в сумме эквивалентны цене акций до распределения прибыли. Сумма выплаченных дивидендов равна расходам по мобилизации дополнительных источников финансирования. Падение рыночной стоимости акции, вызванное дополнительной эмиссией, полностью компенсируется выплатой дивидендов, следовательно, для акционеров разницы между дивидендами и накоплением не существует.

Эффективность стратегии, направленной на максимизацию акционерной стоимости, проявляется в увеличении стоимости собственного капитала темпами, более высокими, чем рост реинвестированной прибыли. Может создаться впечатление, что при самофинансировании стоимость реинвестируемой прибыли равна нулю. В отличие от стоимости заемного капитала, процентные платежи по которому представляют собой явные издержки, уменьшающие свободный денежный поток, стоимость реинвестированной прибыли — это экономические издержки.

Нераспределенная прибыль, добавленная к собственному капиталу, только в том случае увеличивает благосостояние акционеров, если генерируемая ею норма прибыли превышает показатель средней стоимости капитала. Если генерируемая норма прибыли меньше, то каждая инвестируемая денежная единица принесет уменьшение доходности акционерного капитала (доходы акционеров будут меньше по сравнению с теми, которые они могли бы получить на рынке, капитализировав дивиденды).

Пример[1].

Рыночная стоимость собственного капитала компании 135 денежных единиц (д.е.), требуемая доходность акционерного капитала 7,5% годовых.

Год	Балансовая стоимость капитала, д.е.	Чистая прибыль, д.е.	Дивиденды (Div), д.е.	Рыночная стоимость собственного капитала (V), д.е. P / E = 9	Увеличение рыночной стоимости собственного капитала (ΔV), д.е.	Доходность собственного капитала (ΔV + Div) / V,%
1	300,0	15,0	4,5	135,0	—	—
2	310,5	15,6	4,7	140,4	5,4	7,2
3	321,4	16,2	4,9	145,8	5,4	7,1
4	332,7	16,8	6,7	151,2	5,4	8,0

[1] *Quiry P., Dallocchio M., Le Fur Y., Salvi A.* Corporate Finance: Theory and Practice. John Wiley & Sons Ltd, 2009. P. 777.

польз. №486952; dt: 1569490582, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490587, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Среднегодовая доходность собственного капитала близка к требуемой 7,5% годовых. Кажется, что акционеры должны быть удовлетворены проводимой дивидендной политикой, ограничивающей дивидендные выплаты. Однако для оценки роста совокупного богатства акционеров необходимо сопоставить динамику балансовой (+32,7 д.е.) и рыночной (+16,2 д.е.) стоимости собственного капитала за весь период. Соотношение в данном примере означает, что на каждую инвестированную денежную единицу чистой прибыли акционеры вернули только 0,5 д.е. Рыночная стоимость собственного капитала составляет лишь около 45% его балансовой стоимости.

Отказ от распределения прибыли на дивиденды в финансовом эквиваленте означает привлечение дополнительного акционерного капитала. И его стоимость равна той доходности, которую акционеры могли бы получить, разместив свой капитал на рынке в активы с той же степенью риска, что и у данной компании. Таким образом, реинвестированная прибыль должна приносить доходность по ставке не ниже альтернативной доходности акционеров. Эта доходность включается в показатель доходности инвестированного капитала, характеризующего возврат на вложенный капитал. Точно так же инвестиции, осуществленные за счет заемного капитала, должны «заработать» больше стоимости долга. Это превышение формирует доходность акционерного капитала, компенсирующую риск, который несут акционеры при увеличении финансового рычага.

Теория иррелевантности дивидендной политики подверглась критике прежде всего на том основании, что на практике инвестору не безразлично, получит он свой доход на вложенный капитал в форме дивидендных выплат или в форме повышения курса акций компании. По мнению Ф. Модильяни и М. Миллера, акционер ориентируется в первую очередь не на размер текущих дивидендных выплат, а на благоприятные тенденции в развитии компании и устойчивые прибыли в будущем. Иными словами, не размер текущих дивидендных выплат, а ожидаемые прибыли и повышение спроса на акции определяют поведение инвестора. В реальной жизни, как правило, сокращение размера дивидендов приводит к падению курса акций, а увеличение — к росту курса.

Это интересно

Акционеры предпочитают дивиденды потому, что их выплата свидетельствует об определенности в положении компании на рынке. Повышение дивидендов обычно рассматривается как сигнал о благоприятных тенденциях роста прибыли, на который реагирует и курсовая стоимость акций.

Принято считать, что инвесторы используют размер дивидендных выплат как индикатор будущего финансового состояния фирмы и ожиданий руководства.

Кроме того, зачастую акционеры предпочитают выплату дивидендов реинвестированию прибыли по той причине, что во многих странах дивиденд и доход от капитализации облагаются налогом по разным ставкам. Если ставка налога на доход с капитала больше, чем ставка налога на дивидендный доход, акционерам предпочтительнее дивидендные выплаты.

Теория Ф. Модильяни и М. Миллера не учитывает и некоторые интересы акционерных обществ. Для компании преимущество реинвестирования прибыли перед дивидендными выплатами заключается в том, что дополнительная эмиссия акций, восполняющая средства, выплаченные в форме дивидендов, обходится дороже по сравнению с реинвестированием прибыли ввиду наличия эмиссионных расходов. Из-за издержек по размещению ценных бумаг на каждый рубль выплаченных дивидендов приток внешнего финансирования составляет менее 1 руб.

польз. №486952; dt: 1569490587, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490593, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Кроме того, теория Ф. Модильяни и М. Миллера не учитывает транзакционных издержек, т.е. расходов, связанных с куплей-продажей ценных бумаг. Так, акционеры, лишенные дивидендов, но желающие получить текущий доход путем реализации своих акций по возросшей курсовой стоимости, должны уплатить брокерскую комиссию за продажу акций, размер которой, как правило, обратно пропорционален количеству реализуемых ценных бумаг.

Для условий несовершенного рынка разработано несколько моделей взаимосвязи дивидендной политики и стоимости компании. В условиях несовершенного рынка существуют налоги. Сторонники **теории налоговой дифференциации**, разработанной в конце 70-х — начале 80-х гг. XX в. Р. Литценбергером и К. Рамсвами (R. Litzenberger and K. Ramaswami)[1], считают, что для акционеров важнее не дивидендная доходность, а доход от капитализации стоимости. В большинстве стран ставка налога на дивиденды выше, чем ставка налога на прирост капитала, поэтому с точки зрения налогообложения доходов акционерам невыгодны высокие дивиденды. Например, в США доход от капитализации облагается налогом по меньшей ставке, чем полученные дивиденды, следовательно, инвестиции в компанию, реинвестирующую прибыль, но не выплачивающую дивиденды, должны быть более прибыльны. Из-за разницы в ставках налогообложения этих доходов акционеры должны требовать больший дивидендный доход, чтобы компенсировать потери в связи с повышенным уровнем налогообложения. Компаниям невыгодно выплачивать большие дивиденды, поскольку ее рыночная стоимость максимизируется при низком уровне расходов на дивидендные выплаты.

В различных странах по-разному подходят к проблемам установления ставок налогообложения этих двух видов доходов по отдельным категориям налогоплательщиков. Например, в ФРГ и Японии накопленная прибыль облагается налогом по более высокой ставке, чем выплаченные дивиденды; во Франции — наоборот; в Великобритании, Австралии, Канаде ставки налога на дивидендный доход и реинвестированную прибыль одинаковы[2]. Во многих странах ставки налогов дифференцированы в отношении различных категорий налогоплательщиков, поэтому зачастую дивидендная политика акционерных обществ строится в зависимости от той или иной группы инвесторов.

Разный уровень налогообложения дивидендных выплат и дохода от прироста капитала позволил М. Дж. Бреннану (M.J. Brennan) скорректировать модель CAPM таким образом, чтобы уровень дохода до вычета налогов по акциям с высокими дивидендами был выше, чем по акциям с более низкими дивидендными выплатами. В дальнейших исследованиях Г. Груллон и Р. Микаэли (G. Grullon and R. Michaely) эмпирически доказали, что для минимизации налоговых потерь при более высоком уровне налогообложения дивидендов в качестве выплат могут использоваться не дивиденды, а выкуп акций.

Сигнальная теория дивидендов (теория сигнализирования) построена на том, что в основу оценки рыночной стоимости акций заложен размер выплачиваемых по ним дивидендов. Следовательно, рост уровня дивидендных выплат вызывает возрастание рыночной стоимости акций, что при их реализации приносит акционерам дополнительный доход. Кроме того, выплата высоких дивидендов сигнализирует о том, что компания находится на подъеме и ожидает рост прибыли в предстоящем периоде. Эта теория основана на высокой «прозрачности» фондового рынка, на котором информация оказывает существенное влияние на изменение рыночной стоимости акций.

---

[1] *Litzenberger R., Ramaswami K.* The effects of dividends on common stock prices // Tax Effects or Informational Effects. 1982. № 37. P. 429—443.

[2] *Ковалев В.В.* Введение в финансовый менеджмент. М. : Финансы и статистика, 2004. С. 660.

польз. №486952; dt: 1569490593, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490600, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Исследования в области сигнального эффекта дивидендов на фондовых рынках показали, что если в стране основным источником является банковское финансирование, а фондовому рынку уделяется малое внимание, то проблемы информационной непрозрачности смягчаются и значимость уровня дивидендов снижается. Текущие дивиденды компаний таких стран менее чувствительны к прошлым дивидендам и более чувствительны к текущей прибыли.

Кроме того, в условиях несовершенного рынка капитала менеджеры компании обладают более достоверной информацией, чем другие акционеры, и получают возможность сигнализировать рынку о благосостоянии компании с помощью выплат дивидендов.

С. Бхаттачарья (S. Bhattacharya) доказал, что между рыночной стоимостью акции и размером дивидендов прослеживается положительная корреляционная зависимость, и таким образом компании путем выплаты дивидендов подают сигнал рынку. М. Миллер и К. Рок (M. Miller and K. Rock) обосновали стремление компаний выплатить дивиденды в ущерб инвестициям тем, что существенный размер доходов компании даже при отсутствии информации о направлениях их использования и размере будущих дивидендов сигнализирует акционерам о возможности выгодно продать свои акции. Однако в исследованиях Р. Лиз и других (R. Lease et al.) показано, что рынок не всегда трактует информацию о повышении дивидендных выплат как сигнал увеличения стоимости компании. Увеличение дивидендов может свидетельствовать и о снижении инвестиционных возможностей компании.

Возможности дивидендных выплат зависят и от стадии жизненного цикла компании. Так, зрелая компания с ограниченными инвестиционными возможностями генерирует достаточный поток денежных средств и имеет возможность увеличения дивидендов (Г. Груллон, Р. Микаэли и Б. Сваминатан (G. Grullon, R. Michaely and B. Swaminathan)). По мнению Дж. Линтнера, К. Джона, Д. Начмана, П. Кумара (J. Lintner, K. John, D. Nachman, P. Kumar), многие компании стремятся к сглаживанию дивидендной политики, поддерживая дивидендные выплаты на определенном уровне даже в случаях высокой волатильности доходов, устанавливая долгосрочный целевой уровень дивидендов.

Теория соответствия дивидендной политики составу акционеров (теория клиентуры) предполагает, что компания должна осуществлять такую дивидендную политику, которая соответствует ожиданиям большинства акционеров. Если большинство акционеров отдает предпочтение текущему доходу, то дивидендная политика должна исходить из преимущественного направления прибыли на цели текущего потребления. И наоборот, если основной состав акционеров предпочитает увеличение рыночной стоимости акций, то дивидендная политика должна исходить из преимущественной капитализации прибыли в процессе ее распределения. Та часть акционеров, которая не согласна с такой дивидендной политикой, реинвестирует свой капитал в акции других компаний, в результате чего состав клиентуры станет более однородным.

В исследовании Р. Ла Порта и других (R. La Porta et al.) проведено сравнение степени правовой защиты акционеров. Законодательством большинства стран основными правами миноритарных акционеров определены следующие права:

- получать такой размер дивидендов на одну акцию? как миноритарные акционеры;
- иметь право голоса при решении важных вопросов компании;
- предъявлять иск компании в случае причинения им материального ущерба.

Различны интересы акционеров и держателей облигаций, претендующих на доходы из единого свободного денежного потока. Кредиторы выступают за ограничение дивидендных выплат, а акционеры с целью повышения стоимости акций — за наращивание дивидендов. В исследовании Дж. Хэнджиниколаус и А. Кэлай (G. Handjinicolaou and A. Kalay)

польз. №486952; dt: 1569490600, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490610, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

эмпирически подтверждено, что в результате сокращения дивидендных выплат акции и облигации компании теряли в цене, а в результате повышения дивидендов — цены акций росли, но цены облигаций оставались неизменными.

Для повышения инвестиционной привлекательности компании стремятся выплачивать высокие дивиденды. Однако при низкой степени защищенности акционеров компании могут выплачивать меньшие дивиденды с целью инвестирования данных средств в новые проекты. Хотя компании не обязаны выплачивать акционерам в каждом отчетном периоде весь свободный остаток средств, в то же время большинство крупных компаний на Западе предпочитает регулярно выплачивать дивиденды. Кроме того, на практике изменения в политике выплаты дивидендов немедленно отражаются на курсовой стоимости ценных бумаг компании.

Таким образом, единого подхода к дивидендной политике компаний в настоящее время **не существует**. На разных этапах своего становления и развития, в различных ситуациях, складывающихся на рынке, компании стремятся либо форсировать накопление, либо наращивать дивидендный доход акционеров. По мнению американского экономиста Дж.К. Ван Хорна (J.K. Van Horn), безграничное увеличение дивидендных выплат, превышающих размер остающейся после финансирования прибыльных инвестиций прибыли, возможно лишь при условии постоянного спроса на данные акции. Большинство же ученых, хотя и считает предпочтительной выплату умеренных дивидендов их полному отсутствию, все же не делает однозначного вывода о прямой зависимости между размером дивидендных выплат и рыночной стоимостью фирмы. Большинство экономистов также высоко оценивает значение снижения налоговых потерь при реинвестировании прибыли.

> Выбор проводимой компанией дивидендной политики в каждый отдельный период времени определяется необходимостью решения двух взаимосвязанных задач:
> 1) максимизации совокупного богатства акционеров в форме дивидендных выплат и прироста стоимости компании;
> 2) обеспечения достаточного объема собственных финансовых ресурсов компании для осуществления расширенного воспроизводства.

В Методических рекомендациях по разработке финансовой политики предприятия (организаций), утвержденных Министерством экономики Российской Федерации[1], особо отмечается, что при формировании дивидендной политики необходимо учитывать, что классическая формула М. Гордона — курс акций прямо пропорционален размеру дивиденда и обратно пропорционален процентной ставке по альтернативным вложениям — на практике применима не во всех случаях. Инвесторы могут высоко оценить стоимость акций компании, не выплачивающей дивиденды, если они хорошо информированы о программах ее развития, причинах невыплаты дивидендов и направлениях реинвестирования прибыли.

Приведем основные этапы формирования дивидендной политики акционерных обществ.

1. Оценка основных факторов, определяющих формирование и реализацию дивидендной политики.

2. Определение типа дивидендной политики и методики выплаты дивидендов.

[1] Приказ Минэкономики России от 1 октября 1997 г. № 118 «Об утверждении Методических рекомендаций по реформе предприятий (организаций)».

польз. №486952; dt: 1569490610, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490616, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

3. Разработка механизма распределения прибыли в соответствии с избранным типом дивидендной политики.

4. Оценка эффективности проводимой дивидендной политики.

12.2. Основные детерминанты дивидендной политики

Систематизация факторов дивидендной политики предполагает их разделение по месту возникновения на внешние и внутренние. К **внешним** можно отнести следующие группы факторов: требования законодательства; требования двусторонних соглашений и односторонних обязательств акционерного общества; макроэкономические факторы. К **внутренним** — группы субъективных и объективных внутрифирменных факторов (табл. 12.1).

Таблица 12.1
Группировка основных факторов дивидендной политики

№ п/п	Группа факторов		Фактор
1	Требования законодательства	Законодательные ограничения	Ограничение способности компании объявлять дивиденды
			Ограничение способности компании выплачивать дивиденды
		Законодательные предписания	Требования к источникам дивидендных выплат
			Требования к форме дивидендных выплат
			Последовательность дивидендных событий
2	Требования двусторонних соглашений и односторонних обязательств акционерного общества		Контрактные ограничения на выплату дивидендов
			Правила листинга некоторых фондовых бирж, касающиеся дивидендов
3	Макроэкономические факторы		Параметры налогообложения дивидендов и доходов от прироста капитала
			Инфляция
4	Субъективные внутренние факторы		Состав акционеров компании
			Мнение руководства о прочности своего положения
5	Объективные внутренние факторы		Инвестиционные потребности и возможности компании
			Структура капитала компании
			Ликвидность активов

Каждая из данных групп факторов может оказывать существенное влияние и накладывать ограничения на размер, форму и периодичность дивидендных выплат.

Внешние факторы

Факторы *первой группы* объективны, поскольку влияют на все компании либо на строго определенную их категорию. Эти факторы можно разделить на две подгруппы: к первой относятся условия, при которых дивиденды могут быть объявлены, ко второй — требования, регламентирующие источники, форму и процедуру их выплаты.

В России источником таких ограничений является Федеральный закон от 8 февраля 1998 г. № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (последняя редакция от 06.04.2015).

польз. №486952; dt: 1569490616, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490625, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Согласно указанному нормативному акту, акционерное общество не вправе принимать решение о выплате дивидендов, если выполняется одно из следующих условий:

1) не произведена полная оплата уставного капитала предприятия;
2) не выкуплены акции, которые акционерное общество обязалось выкупить у акционеров по их требованию;
3) если на день принятия решения о выплате дивидендов компания отвечает признакам банкротства или данные признаки появятся в результате выплаты дивидендов;
4) если на день принятия такого решения стоимость чистых активов меньше уставного капитала, резервного фонда и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций либо станет меньше их размера после выплаты дивидендов.

Тем самым объявление дивидендов запрещено, если выполняется либо в результате выплаты будет выполняться следующее неравенство:

$$СЧА < УК + РФ + (Р_л - Р_н),$$

где СЧА — стоимость чистых активов акционерного общества;
УК — уставный капитал акционерного общества;
РФ — резервный фонд акционерного общества;
$Р_л$ — ликвидационная стоимость привилегированных акций;
$Р_н$ — номинальная стоимость привилегированных акций.

Помимо перечисленных условий запрещено объявлять дивиденды:

1) по обыкновенным акциям и привилегированным акциям, размер дивиденда по которым не определен, если не принято решение о выплате в полном размере дивидендов (в том числе о полной выплате всех накопленных дивидендов по кумулятивным привилегированным акциям) по всем типам привилегированных акций, размер дивиденда по которым оговорен в уставе общества;
2) привилегированным акциям определенного типа, по которым размер дивиденда определен уставом общества, если не принято решение о полной выплате дивидендов (в том числе о полной выплате всех накопленных дивидендов по кумулятивным привилегированным акциям) по всем типам привилегированных акций, предоставляющим преимущество в очередности получения дивидендов.

Требования законодательства, ограничивающие способность компании объявлять дивиденды, в основном касаются платежеспособности и финансовой устойчивости. Таким способом законодательство уравновешивает преимущества владельцев обыкновенных акций, которыми они обладают, перед кредиторами и владельцами привилегированных акций при распределении прибыли и препятствует умышленному или непреднамеренному уменьшению минимальных размеров имущества компании, гарантирующей интересы последних.

В силу того что между принятием решения о выплате (общим собранием акционеров) и выплатой дивидендов может пройти до 60 дней, некоторые ограничения на объявление дивидендов дублируются ограничениями на их выплату. Законодательство исходит из возможности ухудшения финансового состояния эмитента в период между объявлением и выплатой дивидендов.

Так, на день выплаты дивидендов эмитент не должен иметь признаков банкротства и они не должны появиться как следствие выплаты. Признаки банкротства для отдельных категорий организаций сформулированы в соответствующих нормативных актах.

польз. №486952; dt: 1569490625, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490628, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Федеральный закон от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» свидетельствует, что юридическое лицо считается неспособным удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей, если соответствующие обязательства или обязанность не исполнены им в течение 3 месяцев с даты, когда они должны были быть исполнены. Данный признак несостоятельности относится ко всем акционерным обществам, кроме кредитных организаций и естественных монополий топливно-энергетического комплекса.

Рассмотрение второй подгруппы законодательных ограничений касается требований к форме и источникам дивидендных выплат. Согласно п. 1 ст. 42 Федерального закона «Об акционерных обществах», дивиденды выплачиваются из чистой прибыли общества после налогообложения, определяемой по данным бухгалтерской отчетности. Дополнительным источником дивидендных выплат для привилегированных акций являются специальные фонды, ранее сформированные для этих целей. Выплаты, как правило, осуществляются денежными средствами, однако уставом компании может быть предусмотрена выплата дивидендов иным имуществом — прежде всего акциями эмитента. Еще одним фактором второй подгруппы выступает определенная законодательством последовательность процедур выплаты дивидендов.

Вторая группа факторов включает в себя требования двусторонних соглашений, заключенных акционерным обществом, и односторонних обязательств, которые оно на себя возложило. Они объективны, носят как ограничивающий, так и стимулирующий характер, но компания имеет возможность не заключать соответствующие договоры и не брать на себя указанные обязательства. Так, за рубежом распространена практика ограничения дивидендных выплат заемщика при получении им ссуды. В целях предоставления гарантий обслуживания долга заемщик заключает соглашение, в котором оговаривается либо предел, ниже которого не может опускаться величина нераспределенной прибыли, либо определенное значение финансовых коэффициентов, до достижения которого дивидендные выплаты не производятся.

К данной группе также относится такой фактор, как соответствие акций компании критериям допуска к торговле на крупных фондовых биржах. Одним из таких критериев является отсутствие на протяжении длительного времени фактов снижения акционерным обществом дивидендных выплат.

В *третью группу* входят макроэкономические факторы. Среди основных — инфляция и налогообложение дивидендных выплат. Высокие темпы инфляции формируют предпочтения акционеров получать дивиденды в денежной форме, чем в виде более высокого дохода от прироста капитала. При этом руководство компании не стремится выплачивать дивиденды. Это объясняется увеличением потребности компании в денежной наличности, а также вполне вероятным снижением прибыли по причине того, что рост издержек, сопутствующий инфляции, не всегда удается отразить в повышении отпускных цен на продукцию.

Кроме того, учет характера налогообложения при реализации дивидендной политики важен по причине того, что на эмитента, выплачивающего дивиденды, возлагаются обязанности по исчислению, удержанию и перечислению в бюджет налогов.

Внутренние факторы

Четвертая группа факторов связана с тем, как менеджмент компании оценивает потребности акционеров относительно ставки дивидендов. Факторы данной группы субъективны, так как связаны прежде всего с мнением менеджеров. Первым фактором следует считать состав акционеров компании. Так, если большая часть акций сосредоточена в руках миноритарных акционеров и (или) институциональных инвесторов,

польз. №486952; dt: 1569490628, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490636, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

то наиболее вероятно, что менеджмент будет ориентироваться на выплату высоких дивидендов. Если же компанию контролирует небольшая группа мажоритарных акционеров, занимающих в нем руководящие посты, то наиболее вероятен отказ от значительных дивидендных выплат в пользу реинвестирования прибыли.

Вторым фактором этой группы можно считать мнение руководства о прочности своего положения во главе акционерного общества. Если менеджеры видят высокую вероятность недружественного поглощения своей компании, то возможен вариант, когда руководство поставит свои групповые интересы над интересами остальных собственников и постарается снизить инвестиционную привлекательность компании, воздерживаясь от распределения прибыли в виде дивидендов.

В *пятую группу* также входят внутрифирменные факторы, однако в отличие от предыдущей группы механизм их воздействия на дивидендную политику более прозрачен. Первым выступает наличие инвестиционных возможностей. Если руководство компании имеет возможность вложить средства в инвестиционный проект, ожидаемая доходность которого превышает рентабельность активов компании, а риск сопоставим, при этом финансирование за счет нераспределенной прибыли будет дешевле, чем за счет других источников, то совет директоров снизит дивидендные выплаты в пользу реинвестирования прибыли.

Структура капитала акционерного общества — наиболее важный фактор в данной группе по двум причинам: во-первых, его воздействие на показатели дивидендной политики можно оценить количественно; во-вторых, он относительно легко поддается регулированию со стороны менеджмента.

Механизм реализации влияния структуры капитала корпорации на ее политику дивидендных выплат разработан американскими учеными Ч. Ли и Дж. Финнерти (C. Lee and J. Finnerty) при детализации расчета чистой прибыли в расчете на одну акцию (*Earnings Per Share* — EPS). Данный показатель наряду с размером дивиденда, приходящегося на одну акцию, доходностью акции и отношением выплаченных дивидендов к чистой прибыли выступает одной из главных характеристик дивидендной политики, а также применяется при расчете коэффициента ценности акции (отношения рыночной стоимости обыкновенной акции к чистой прибыли, приходящейся на нее). Структуру капитала акционерного общества в свою очередь отражает коэффициент квоты собственника (debtequity ratio), составляющий отношение долговых обязательств корпорации к ее акционерному капиталу. Показатель характеризует степень зависимости компании от заемных источников финансирования:

$$der = \frac{D}{A - D} = \frac{D}{E},$$

где der — коэффициент квоты собственника;
D — долговые обязательства компании;
A — стоимость активов компании;
E — акционерный капитал компании.

В приведенном виде коэффициент позволяет проиллюстрировать влияние структуры капитала акционерного общества на его дивидендную политику, но для количественной оценки этого влияния в формулу следует внести изменение. В знаменателе отношения D/S целесообразно совокупный акционерный капитал уменьшить на ту его часть, которая сформирована за счет эмиссии привилегированных акций. Причиной тому является специфика привилегированных акций.

С одной стороны, данная разновидность акций представляет собой долевые ценные бумаги, отличающиеся от обыкновенных акций предоставляемыми владельцам правами, —

польз. №486952; dt: 1569490636, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490643, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

это позиция бухгалтерского учета. Наиболее наглядно как в России, так и за рубежом она проявляется при отражении уставного капитала в бухгалтерском балансе в одном разделе в части, сформированной как из обыкновенных, так и из привилегированных акций. Другой точки зрения на привилегированные акции в большинстве своем придерживаются теоретики и практики финансового менеджмента в странах с развитой рыночной экономикой. Согласно ей, эта ценная бумага представляет собой смешанный или гибридный тип (hybrid security) — акцию по форме, которая по содержанию подобна долгосрочному долговому обязательству. Некоторое сходство с облигациями заключается в том, что привилегированная акция с высокой вероятностью будет генерировать периодические дивидендные выплаты. Теоретически руководство акционерного общества может иногда отказываться от этих выплат, но на практике чаще всего предпочитает этого не делать из-за возможных негативных последствий, связанных с получением в этом случае дополнительных прав владельцами привилегированных акций. Таким образом, нельзя однозначно говорить, что привилегированные акции способствуют уменьшению плеча финансового рычага, но и достаточных оснований для отнесения их к долговым обязательствам нет.

Еще один фактор данной группы — **ликвидность**. Компания может выплатить дивиденды в денежной форме лишь в том случае, когда на его банковских счетах есть денежные средства.

Крайняя сложность формирования дивидендной политики связана с ее многофакторностью и с недостаточностью информации для прогнозирования долгосрочного влияния проводимой дивидендной политики на рыночную стоимость компании.

Пример

Рассмотрим проблему реинвестирования прибыли и устойчивого роста компании[1].

Год	Балансовая стоимость собственного капитала на начало года, руб.	Чистая прибыль (ROE = = 15%), руб.	Нераспределенная прибыль, руб.	Балансовая стоимость собственного капитала на конец года, руб.
1	100,0	15,0	10,0	110,0
2	110,0	16,5	11,0	121,0
3	121,0	18,2	12,1	133,1
4	133,1	20,0	13,3	146,4

Компания с балансовой стоимостью собственного капитала 100 руб. и рентабельностью собственного капитала по чистой прибыли 15% годовых получила чистую прибыль 15 руб. Если норма распределения прибыли на дивиденды 33,3%, то 10 руб. чистой прибыли будут реинвестированы и балансовая стоимость собственного капитала вырастет до 110 руб., т.е. на 10% в первый год.

Темпы роста балансовой стоимости собственного капитала (g) можно рассчитать по формуле

$$g = ROE \times (1 - d),$$

где ROE — рентабельность собственного капитала по чистой прибыли;
d — норма распределения чистой прибыли на дивиденды.

[1] *Quiry P., Dallocchio M., Le Fur Y., Salvi A.* Corporate Finance: Theory and Practice. John Wiley & Sons Ltd, 2009. P. 780.

польз. №486952; dt: 1569490643, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490648, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

При неизменной структуре капитала по балансовой оценке (неизменном финансовом рычаге) можно определить темпы внутреннего роста. При этом рентабельность собственного капитала (ROE) определяется нормой прибыли на вложенный капитал и действием финансового рычага:

$$ROE = ROIC \times (ROIC - i) \times \frac{D}{E},$$

где ROIC — рентабельность инвестированного капитала (собственного и заемного);
i — проценты по заемному капиталу;
$\frac{D}{E}$ — финансовый рычаг.

Следовательно, внутренние темпы роста (g) могут быть определены следующим образом:

$$g = [ROIC \times (ROIC - i) \times \frac{D}{E}](1 - d).$$

Эта модель обосновывает прямую связь между темпами роста компании и темпами роста капитала.

Для иллюстрации этого принципа рассмотрим следующий пример[1].

Год	Балансовая стоимость собственного капитала на начало года, руб.	Заемный капитал, руб.	Инвестированный капитал, руб.	Чистая операционная прибыль, руб.	Стоимость заемного капитала, очищенная от налога, %	Чистая прибыль, руб.	Дивиденды, руб.	Нераспределенная прибыль, руб.	Балансовая стоимость собственного капитала на конец года, руб.
1	100	100	200	30,0	5,0	25	5,0	20,0	120,0
2	120	120	240	36,0	6,0	30	6,0	24,0	144,0
3	144	144	288	43,2	7,2	36	7,2	28,8	172,8

Структура капитала компании 50/50, стоимость заемного капитала, очищенная от налога, составляет 5% годовых. Рентабельность инвестированного капитала по чистой прибыли 15% годовых, норма распределения прибыли на дивиденды 20%.

За 3 года средний темп роста балансовой стоимости собственного капитала

$$g = [15 + (15 - 5) \times 1] \times (1 - 0{,}2)] = 20\%.$$

При неизменном финансовом рычаге собственный капитал, заемный капитал, балансовая стоимость акции, прибыль на акцию и дивиденд на акцию будут расти темпами, рассчитанными в данном примере.

12.3. Управленческий подход к формированию дивидендной политики

В экономической литературе выделяют три основных подхода в формированию дивидендной политики:

1) консервативный;

[1] *Quiry P., Dallocchio M., Le Fur Y., Salvi A.* Op. cit. P. 781.

польз. №486952; dt: 1569490648, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490654, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

2) умеренный (компромиссный);
3) агрессивный.

Консервативная дивидендная политика означает, что дивиденды выплачиваются в пропорциях, которые позволяют удовлетворять потребности производственного развития и более высокими темпами наращивать стоимость собственного капитала, следовательно, и рыночную стоимость акций.

При **умеренной (компромиссной) дивидендной политике** компания пытается соблюсти интересы акционеров, нуждающихся в дивидендных выплатах, и свои потребности в росте.

Агрессивная дивидендная политика предполагает начисление максимально возможных дивидендов. Данная политика эффективно действует при намерении компании провести новую эмиссию среди большого числа физических лиц. Однако большой минус данной политики заключается в том, что резкое снижение размеров дивидендных выплат может неблагоприятно отразиться на стоимости акций компании, сигнализируя об ухудшении ее показателей.

Основными формами дивидендных выплат в мировой практике являются следующие:

- методика выплаты дивидендов по остаточному принципу;
- методика фиксированных дивидендных выплат;
- методика постоянного процентного распределения прибыли;
- методика выплаты гарантированного минимума и экстрадивидендов;
- методика постоянного возрастания размера дивидендов;
- методика выплаты дивидендов акциями.

Соответствие методик тому или иному типу дивидендной политики показано в табл. 12.2.

Таблица 12.2
Соответствие методик дивидендных выплат типам дивидендной политики

Тип дивидендной политики	Методика дивидендных выплат
Консервативный	Методика выплаты дивидендов по остаточному принципу Методика фиксированных дивидендных выплат
Умеренный (компромиссный)	Методика выплаты гарантированного минимума и экстрадивидендов
Агрессивный	Методика постоянного процентного распределения прибыли Методика постоянного возрастания размера дивидендов Методика выплаты дивидендов акциями*

* Динамика рыночной стоимости акций компании при выплате дивидендов в форме акций зависит от столь большого числа объективных факторов, что не позволяет однозначно отнести ее ни к одному типу дивидендной политики.

Методика выплаты дивидендов по остаточному принципу

В соответствии с данной методикой выплата дивидендов осуществляется в последнюю очередь, после финансирования всех возможных эффективных инвестиционных проектов компании. Сумма дивидендных выплат определяется после того, как за счет прибыли отчетного года сформирован достаточный объем финансовых ресурсов, обеспечивающий в полной мере реализацию инвестиционных возможностей компании. Если по предполагаемым к финансированию инвестиционным проектам уровень внутренней нормы доходности превышает средневзвешенную стоимость капитала компании, то

польз. №486952; dt: 1569490654, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490659, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

прибыль направляется на финансирование этих проектов, поскольку они обеспечивают высокие темпы прироста стоимости акционерного капитала.

Преимущества методики выплаты дивидендов по остаточному принципу заключаются в обеспечении высоких темпов развития компании, повышении ее рыночной стоимости, сохранении финансовой устойчивости. Данная методика дивидендных выплат используется обычно в периоды повышенной инвестиционной активности компаний на начальных стадиях их развития. ***Недостатки*** методики выплаты дивидендов по остаточному принципу очевидны:

- выплата дивидендов не является гарантированной, регулярной;
- размер дивидендов не фиксирован, изменяется в зависимости от финансовых результатов прошедшего года и объема собственных ресурсов, направляемых на инвестиционные цели;
- дивиденды выплачиваются лишь в том случае, если у компании остается прибыль, не востребованная на капитальные вложения.

Как правило, рыночная стоимость акций компаний, выплачивающих дивиденды по остаточному принципу, невысока.

Методика фиксированных дивидендных выплат (или методика стабильного размера дивидендных выплат)

В соответствии с этой методикой компания осуществляет регулярную выплату дивидендов на одну акцию в неизменном размере в течение продолжительного времени безотносительно к изменению курсовой стоимости акций. При высоких темпах инфляции сумма дивидендных выплат корректируется на индекс инфляции. Если компания развивается успешно и сумма годовой прибыли превышает размер средств, необходимых для выплаты дивидендов на стабильном уровне, то показатель фиксированных дивидендных выплат на акцию может быть повышен. При проведении дивидендной политики с использованием этой методики компаниями также используется коэффициент дивидендного выхода, служащий для них ориентиром при определении размера фиксированного дивиденда на перспективу.

Преимуществом методики фиксированных дивидендных выплат является ее надежность, которая создает у акционеров чувство уверенности в неизменности размера текущего дохода вне зависимости от различных обстоятельств, позволяет избежать колебания курсовой стоимости акций на фондовом рынке (что характерно для методики постоянного процентного распределения прибыли). ***Недостатком*** этой методики является ее слабая связь с финансовыми результатами деятельности фирмы, из-за чего в периоды неблагоприятной конъюнктуры и снижения величины прибыли текущего года у компании может оказаться недостаточно собственных средств для инвестиционной, финансовой и даже основной деятельности. Во избежание этих негативных последствий фиксированный размер дивидендов устанавливается, как правило, на относительно низком уровне, позволяющем уменьшить риск снижения финансовой устойчивости компании из-за недостаточных темпов прироста стоимости собственного капитала.

Методика выплаты гарантированного минимума и экстрадивидендов

Проводя дивидендную политику в соответствии с этой методикой, компания регулярно выплачивает фиксированные в абсолютной сумме дивиденды. Однако в случае благоприятной рыночной конъюнктуры и большой величины прибыли текущего года акционерам выплачиваются экстрадивиденды. Таким образом, текущий доход акционеров складывается из ежегодно получаемых фиксированных на минимальном уровне ди-

польз. №486952; dt: 1569490659, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490669, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

видендов и периодически выплачиваемых и зависящих от финансовых результатов отчетного года экстрадивидендов.

Преимуществами данной методики дивидендных выплат являются стабильная гарантированная выплата дивидендов в минимально предусмотренном размере (аналогично методике фиксированных дивидендных выплат), высокая связь с финансовыми результатами деятельности компании, позволяющая увеличивать размер дивидендов в благоприятные для фирмы годы без снижения ее инвестиционной активности. При нестабильной экономической ситуации и существенных колебаниях размера получаемой прибыли данная методика дивидендных выплат представляется наиболее эффективной. Основной ***недостаток*** этой методики состоит в том, что при продолжительной выплате минимальных фиксированных дивидендов (без надбавки в отдельные периоды) снижается инвестиционная привлекательность акций компании; и напротив, при регулярных выплатах экстрадивидендов уменьшается их стимулирующее воздействие на акционеров и, следовательно, исчезает отличие данной политики от методики фиксированных дивидендных выплат.

Методика постоянного процентного распределения прибыли (или методика стабильного уровня дивидендов)

Эта методика подразумевает стабильный в течение продолжительного периода времени процент чистой прибыли, направляемый на выплату дивидендов по обыкновенным акциям. Одним из основных аналитических показателей, характеризующих дивидендную политику, является коэффициент дивидендного выхода (K), т.е. отношение дивиденда на одну обыкновенную акцию (D_s) к прибыли, причитающейся на одну обыкновенную акцию (EPS):

$$K = \frac{D_s}{EPS}.$$

Дивидендная политика постоянного процентного распределения прибыли предполагает стабильное значение дивидендного выхода на одну обыкновенную акцию в течение длительного периода времени. Необходимо отметить, что прибыль, причитающаяся на обыкновенную акцию, определяется после выплаты дохода владельцам облигаций и дивидендов по привилегированным акциям (доходность этих ценных бумаг оговаривается заранее вне зависимости от размера прибыли и корректировке не подлежит).

В соответствии с данной методикой дивиденды по обыкновенным акциям не выплачиваются в случаях, если компания закончила текущий год с убытком или вся полученная прибыль должна быть направлена владельцам облигаций и привилегированных акций. Кроме того, размер дивидендов, определяемый таким образом, может значительно колебаться по годам в зависимости от прибыли текущего года, что не может не сказаться на курсовой стоимости акций.

Методика постоянного возрастания размера дивидендов

В соответствии с этой методикой происходит стабильное повышение уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Как правило, прирост размера дивидендов производится в твердо установленном проценте к их уровню в предшествующем периоде. ***Преимущества*** политики постоянного возрастания размера дивидендов для акционеров очевидны, кроме того, таким образом, обеспечивается высокая рыночная стоимость акций компании, ее привлекательность в глазах инвесторов при дополнительных эмиссиях.

Недостатками данной методики являются ее негибкость (поскольку фирма принимает на себя обязательство повышать размер дивидендных выплат регулярно, независимо

польз. №486952; dt: 1569490669, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490677, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

от финансовых результатов, даже в периоды отсутствия прибыли) и постоянное нарастание финансовой напряженности. Отставание темпов роста прибыли от темпов роста дивидендных выплат означает сокращение размера реинвестируемой прибыли, сворачивание инвестиционной деятельности, снижение финансовой устойчивости компании. Следовательно, непременным условием осуществления методики постоянного возрастания размера дивидендов на практике является опережающий рост прибыли по сравнению с дивидендными выплатами.

Методика выплаты дивидендов акциями

При использовании данной методики компании в качестве дивидендных выплат предоставляют акционерам вместо денежных средств дополнительный пакет акций. Размер выплачиваемых таким способом дивидендов по величине равен сумме уменьшения средств, принадлежащих акционерам, капитализированных в уставном капитале и резервах. Данный подход при определенных условиях может удовлетворять акционеров, поскольку получаемые ими в качестве дивидендных выплат ценные бумаги могут быть реализованы на фондовом рынке. Проведение политики дивидендных выплат с помощью методики выплаты дивидендов акциями определяется столь большим количеством факторов, что она не может быть однозначно отнесена ни к одному из указанных ранее подходов.

Выплата дивидендов акциями может осуществляться либо при неизменных уставном капитале и валюте баланса, т.е. простым перераспределением источников собственных средств, либо сопровождаться одновременным увеличением уставного капитала и, следовательно, валюты баланса. В первом случае в пассиве увеличение уставного капитала осуществляется за счет сокращения нераспределенной прибыли прошлых лет. Если количество акций в обращении увеличивается, а общая сумма источников средств (валюта баланса) не изменяется, то стоимость активов, приходящихся на одну акцию, уменьшается. При втором варианте (эмиссия обыкновенных акций с одновременным увеличением уставного капитала) дополнительный выпуск акций не приводит к сокращению стоимости активов на одну акцию и, как правило, не ведет к снижению рыночной стоимости акций.

При использовании методики выплаты дивидендов акциями динамика рыночного курса ценных бумаг наименее предсказуема. Небольшая сумма дивидендов, выплачиваемая таким образом, как правило, не оказывает влияния на рыночную стоимость акций. Если дивиденды значительны, то рыночная цена акций после дополнительной эмиссии может существенно упасть. Зачастую компании вынуждены прибегать к данной методике дивидендных выплат в случае неустойчивого финансового положения и отсутствия высоколиквидных активов для расчетов с акционерами либо необходимости реинвестирования прибыли отчетного года в высокоэффективный проект. В соответствии с российским законодательством акционерное общество вправе выплачивать дивиденды акциями, только если это предусмотрено его уставом.

Рассмотрим порядок определения размера дивидендных выплат и потребности во внешнем финансировании на следующем примере.

> Акционерный капитал компании состоит из 1000 обыкновенных акций номиналом 27 руб. Сумма чистой прибыли по итогам года составила 250 руб. В развитие компании необходимо инвестировать 190 руб.
>
> Определить в соответствии с различными методиками выплаты дивидендов: 1) размер прибыли, направляемой на дивиденды по итогам года; 2) размер дивидендов на одну акцию; 3) долю чистой прибыли, направляемой на дивиденды; 4) потребность во внешнем финансировании.

польз. №486952; dt: 1569490677, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490683, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Методика фиксированных дивидендных выплат

Если в уставе компании определен размер дивидендов на одну акцию 0,1 руб., то:

1) размер прибыли, направляемой на дивиденды по итогам года:

$$1000 \times 0{,}1 = 100 \text{ руб.};$$

2) размер дивидендов на одну акцию: 0,1 руб.;

3) доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды:

$$100 / 250 = 40\%;$$

4) потребность во внешнем финансировании:

$$190 - (250 - 100) = 40 \text{ руб.}$$

Методика выплаты гарантированного минимума и экстрадивидендов

Если гарантированный минимум дивидендов на акцию составляет 0,1 руб., а с суммы чистой прибыли, превышающей 200 руб., 20% направляется на выплату экстрадивидендов, то:

1) размер прибыли, направляемой на дивиденды по итогам года:

$$1000 \times 0{,}1 + (250 - 200) \times 0{,}2 = 110 \text{ руб.};$$

2) размер дивидендов на одну акцию:

$$110 / 1000 = 0{,}11 \text{ руб.};$$

3) доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды:

$$110 / 250 = 44\%;$$

4) потребность во внешнем финансировании:

$$190 - (250 - 110) = 50 \text{ руб.}$$

Методика постоянного процентного распределения прибыли

Если в предыдущем году 20% чистой прибыли было направлено на выплату дивидендов, то:

1) размер прибыли, направляемой на дивиденды по итогам года:

$$250 \times 0{,}2 = 50 \text{ руб.};$$

2) размер дивидендов на одну акцию:

$$50 / 1000 = 0{,}05 \text{ руб.};$$

3) доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды: 20%;

4) потребность во внешнем финансировании отсутствует, так как $190 < (250 - 50)$.

Методика постоянного возрастания размера дивидендов

Если в предыдущем году было выплачено 0,1 руб. дивидендов на одну акцию и ежегодное возрастание выплат составляет 3%, то:

1) размер прибыли, направляемой на дивиденды по итогам года:

$$1000 \times (0{,}1 \times 1{,}03) = 103 \text{ руб.};$$

2) размер дивидендов на одну акцию:

$$103 / 1000 \text{ или } 0{,}1 \times 1{,}03 = 0{,}103 \text{ руб.};$$

3) доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды:

$$103 / 250 = 41{,}2\%;$$

4) потребность во внешнем финансировании:

$$190 - (250 - 103) = 43 \text{ руб.}$$

Механизм распределения прибыли, процедуры выплаты дивидендов

Третий этап формирования дивидендной политики — разработка механизма распределения прибыли в соответствии с избранным типом дивидендной политики.

польз. №486952; dt: 1569490683, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490690, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Механизм распределения прибыли акционерного общества предусматривает определенную последовательность действий.

1. Из суммы чистой прибыли вычитаются формируемые за ее счет отчисления в резервные и другие обязательные фонды, предусмотренные уставом. Оставшаяся часть чистой прибыли представляет собой так называемый дивидендный коридор, в рамках которого и реализуется избранный тип дивидендной политики.

2. Оставшаяся чистая прибыль распределяется на реинвестируемую (капитализируемую) и потребляемую (фонд потребления) части.

3. Сформированный за счет чистой прибыли фонд потребления распределяется на фонд дивидендных выплат и создаваемый в соответствии с коллективным трудовым договором фонд потребления работников акционерного общества.

Если в вопросе выбора типа дивидендной политики и формы выплаты дивидендов компании являются полностью самостоятельными, то порядок и процедура дивидендных выплат регламентируются действующим законодательством. В соответствии с Законом РФ «Об акционерных обществах»[1] дивиденд представляет собой часть чистой прибыли акционерного общества, распределяемую среди его акционеров пропорционально их вкладу в уставный капитал. Таким образом, основным источником дивидендных выплат по итогам года является чистая прибыль акционерного общества. Источниками средств для выплаты дивидендов в соответствии с российским законодательством являются:

- по обыкновенным акциям — чистая прибыль общества, включая накопленную (в действующей редакции Закона «Об акционерных обществах»[2] было отменено уточнение, что для выплат по обыкновенным акциям может быть использована чистая прибыль только за текущий год);
- по привилегированным акциям — чистая прибыль, а также специально формируемые для этого фонды. Использование резервного капитала на эти цели запрещено.

Акционерное общество вправе принимать решение о выплате дивидендов по размещенным акциям по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев и в целом финансового года. Положение о дивидендной политике, самостоятельно разрабатываемое акционерным обществом на основе действующего законодательства, должно определять периодичность выплат, методику начисления дивидендов, определение круга акционеров, имеющих право на дивиденды, условия, формы и очередность выплат, источники финансирования дивидендов.

> Решение о выплате дивидендов по результатам I квартала, полугодия и девяти месяцев финансового года может быть принято в течение 3 месяцев после окончания соответствующего периода. Если выплачен промежуточный дивиденд (interim dividend), то окончательный (годовой) дивиденд (final dividend) учитывает выплаты промежуточного. При этом годовой дивиденд не может быть меньше суммы выплаченных промежуточных дивидендов.

Решение о выплате дивидендов принимается общим собранием акционеров по рекомендации совета директоров. При этом размер годовых дивидендов не может быть больше рекомендованных советом директоров и меньше выплаченных промежуточных. Если дивиденд объявлен общим собранием, то его выплата является обязательной.

---

[1] Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (последняя редакция от 06.04.2015).

[2] Там же.

польз. №486952; dt: 1569490690, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490697, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

> При выплате промежуточных дивидендов решение о выплате данного объема дивидендов принимается на основании сведений о финансовом состоянии акционерного общества, его инвестиционных потребностях. В случае изменения финансового состояния компании к концу года может оказаться, что излишне выплаченные дивиденды было бы лучше направить на инвестиции, однако акционерное общество обязано выплатить объявленные дивиденды.

Общество вправе принимать решение о невыплате дивидендов по акциям определенных категорий, а также о выплате дивидендов в неполном размере по привилегированным акциям, размер дивиденда по которым определен в уставе. Доля привилегированных акций в общем объеме уставного капитала не должна превышать 25%.

Процедура выплаты дивидендов

Процедура выплаты дивидендов устанавливается национальным законодательством. К примеру, в США и Великобритании она такова:

1) объявление дивидендов;
2) эксдивидендная (предварительная) дата;
3) регистрация (составление списка) акционеров;
4) выплата дивидендов.

Дата объявления решения о выплате дивидендов — момент объявления советом директоров (или общим собранием акционеров) компании решения о предстоящей выплате дивидендов и о размере дивидендов в расчете на акцию. С этой даты возникает обязательство общества по выплате дивидендов.

Начиная с предварительной даты каждый новый покупатель приобретает акции без права на получение ранее объявленного дивиденда. Период времени со дня составления списка акционеров и до даты выплаты дивидендов даже на развитых фондовых рынках составляет около 1 месяца (в России максимальная продолжительность этого периода может составить 125 дней). За это время владельцы акций могут многократно сменить друг друга, поэтому механизм передачи прав на дивиденды, которые удостоверялись данными акциями на момент закрытия реестра, нормально функционировать не может. По этой причине правилами фондовой биржи, где обращаются такие акции, предусматривается объявление эксдивидендной даты, начиная с которой новый собственник теряет право на получение ранее объявленного дивиденда. Как правило, эксдивидендная дата устанавливается за два-три дня до наступления даты регистрации (составления списка) акционеров. Это время необходимо регистратору, чтобы внести необходимые изменения в реестр акционеров, так как одного дня для этого не всегда достаточно. При этом принимаются:

- дата регистрации акционеров — дата, на которую составляется список владельцев ценных бумаг, обладающих правом на получение объявленного дивиденда;
- дата выплаты дивидендов — момент погашения задолженности акционерного общества перед акционерами по ранее объявленным дивидендам.

Эмпирические исследования показывают, что на развитых фондовых рынках господствует тенденция снижения цены акций в эксдивидендные даты — это реакция на утрату их новым приобретателем права на получение объявленного дивиденда. Например, на Нью-Йоркской фондовой бирже в этот день специалист, отвечающий за организацию рынка акций соответствующего акционерного общества, автоматически уменьшает на размер дивидендов цену акций в заявках на их покупку. По мере приближения к очередной эксдиви-

польз. №486952; dt: 1569490697, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490704, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

дендной дате цена акций постепенно повышается, поскольку каждый новый приобретатель акций получает право на дивиденды.

В России эксдивидендная дата не имеет столь важного значения, поскольку последовательность дивидендных событий, согласно законодательству, следующая:

1) эксдивидендная (предварительная) дата;
2) регистрация (составление списка) акционеров;
3) объявление дивидендов;
4) выплата дивидендов.

В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах»[1] составление списка акционеров, имеющих право на участие в годовом общем собрании акционеров, а следовательно, на получение возможного дивиденда, происходит чаще всего на 50, а в некоторых случаях на 65 дней раньше даты объявления дивидендов. Таким образом, эксдивидендная дата в России имеет значение только для участников фондового рынка, обладающих либо достоверной информацией о мнении совета директоров определенной компании относительно целесообразности дивидендных выплат в текущем периоде, либо развитой интуицией. В последние годы крупные отечественные компании стараются придерживаться высоких стандартов корпоративного поведения, которые предполагают предсказуемость дивидендных выплат, поэтому доля прибыли, направляемая ими на выплату дивидендов, фиксируется в меморандумах о дивидендной политике либо кодексах корпоративного поведения.

Оценка эффективности дивидендной политики компании

Четвертый этап формирования дивидендной политики — оценка эффективности проводимой дивидендной политики.

Для оценки эффективности проводимой компанией дивидендной политики используется множество показателей, основными из которых являются следующие.

1. **Коэффициент дивидендного выхода.** Порядок расчета этого показателя приведен при изложении методики постоянного процентного распределения прибыли. Коэффициент дивидендного выхода показывает, какая часть чистой прибыли компании направляется на выплату дивидендов по обыкновенным акциям.

2. **Коэффициент дивидендного дохода (К),** рассчитываемый как отношение суммы дивиденда, выплаченного на одну обыкновенную акцию (D_s), к рыночной цене одной акции (P_s):

$$K = \frac{D_s}{P_s}.$$

Показатель дивидендного дохода является мерой текущего дохода, т.е. дохода акционера без учета прироста стоимости капитала компании. Повышение дивидендного дохода может быть вызвано не только увеличением дивидендных выплат на акцию, но и снижением рыночной цены акции.

3. **Коэффициент соотношения цены и дохода по акции,** обратный показателю дивидендного дохода. Он рассчитывается как отношение рыночной цены одной акции к сумме дивидендов, выплаченных на одну акцию:

$$K = \frac{P_s}{D_s}.$$

[1] Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (последняя редакция от 06.04.2015)

польз. №486952; dt: 1569490704, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490711, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Этот коэффициент показывает, сколько денежных единиц необходимо вложить акционеру в акции компании для получения одной денежной единицы дохода.

4. **Коэффициент соотношения рыночной цены и прибыли на одну обыкновенную акцию,** рассчитываемый как отношение рыночной цены одной акции к прибыли, приходящейся на одну обыкновенную акцию:

$$K = \frac{P_s}{EPS}.$$

Этот коэффициент показывает цену, которую инвесторы готовы платить за единицу дохода данной компании.

Как уже было показано, между проводимой акционерным обществом дивидендной политикой и рыночной стоимостью ее акций существует тесная взаимосвязь. Однако четкой, формализованной зависимости между размером дивидендных выплат и динамикой курса ценных бумаг не установлено. Это объясняется воздействием на рыночную цену акций большого числа факторов, в том числе тех, которые в принципе не могут быть формализованы (например, психологические, политические).

В экономической литературе и практике разработаны приемы, с помощью которых финансовый менеджер может воздействовать как на рыночную стоимость ценных бумаг компании, так и при определенных условиях на размер будущих дивидендов. Основными такими приемами являются:

- дробление акций (stock split);
- консолидация акций (reverse stock split);
- выкуп акций (redemption of stock).

Методика дробления акций

Дробление акций (или расщепление, сплит) — это увеличение количества акций компании посредством уменьшения их номинала. Дробление акций 2 к 1 означает уменьшение их номинала наполовину без изменений в структуре собственного капитала. Обычно к дроблению акций прибегают устойчиво развивающиеся компании, которые стремятся снизить рыночную стоимость своих акций. Многие западные акционерные общества таким способом обеспечивают достаточно высокую ликвидность собственных ценных бумаг и привлекают потенциальных инвесторов.

Решение о проведении дробления акций принимается общим собранием акционеров. В зависимости от рыночной цены акций и преследуемых целей совет директоров компании определяет пропорции дробления. После этого производится замена ценных бумаг: старые акции, имеющиеся у акционеров, заменяются на новые. Принимая решение о дроблении акций, совет директоров должен учитывать необходимость осуществления дополнительных расходов по выпуску новых и изъятию у акционеров старых ценных бумаг.

Прямой зависимости между пропорциями дробления акций и размерами дивидендов не существует. Крайне редко компании в состоянии сохранить уровень дивидендов на одном уровне до и после дробления акций. Как правило, размер дивидендов на новую акцию (меньшим номиналом) ниже, чем на старую. Однако это не означает сокращения дивидендного дохода акционеров. Например, при дроблении акций 2 к 1 и понижении уровня дивидендного выхода на акцию с 2 до 1,5% акционер, владевший 100 акциями, получит не 200 (100 × 2), а 300 (200 × 1,5) денежных единиц. Если величина дивидендов изменяется пропорционально изменению нарицательной стоимости акций, то дробление акций не повлияет на долю каждого акционера в активах компании.

польз. №486952; dt: 1569490711, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490716, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Методика консолидации акций

Консолидация акций (или обратный сплит) — это изменение номинальной стоимости акций, при котором акционер получает одну новую акцию большего номинала в обмен на определенное количество старых акций. Это один из способов сокращения числа акций компании. Необходимость консолидации акций возникает у компаний при чрезмерном падении рыночной стоимости ценных бумаг. Большинство западных компаний стремится избежать падения рыночной цены своих акций значительно ниже 10 дол. В случае падения курса акций ниже установленного компанией показателя несколько акций в обращении может быть заменено одной.

Помимо возникновения дополнительных расходов по замещению ценных бумаг на бумаги большего номинала консолидация акций имеет и другие негативные последствия. Как правило, на рынке объявление компанией о консолидации акций расценивается как сигнал о возникновении у нее финансовых трудностей. И хотя компания после проведения консолидации акций может сэкономить на затратах по размещению и обслуживанию меньшего количества новых ценных бумаг, негативный эффект от ее проведения смягчается лишь получением впоследствии значительной суммы прибыли.

Уровень дивидендных выплат у компаний после консолидации акций, как правило, невысок, и дивидендный доход на акцию снижается в большей пропорции, чем количество акций в обращении. Следовательно, консолидация акций как методика регулирования курса ценных бумаг должна применяться компаниями крайне осторожно с обязательным учетом возможных негативных последствий.

Методика выкупа акций

Выкуп акций — это один из способов размещения свободных средств компании путем приобретения собственных акций у акционеров. Собственные акции могут выкупаться компанией как с целью изъятия их из обращения, так и для размещения их среди своих работников, уменьшения числа владельцев компании, приватизации государственных компаний частными инвесторами и т.д.

Наиболее распространены две методики выкупа акций — посредством тендера и путем покупки акций на рынке. При осуществлении тендерной сделки компания направляет своим акционерам наряду с информацией о намерениях и причинах выкупа акций предложение о приобретении у них акций по цене, превышающей сложившуюся на рынке. Решение о продаже акций по предложенной цене принимает акционер. При покупке собственных акций на фондовом рынке компания выступает наравне с другими участниками рынка. Этот вариант выкупа акций, как правило, более продолжителен во времени, но требует меньших транзакционных издержек (оплата услуг посредников, расходы на переписку с акционерами и т.д.).

Если компания располагает избыточными средствами и не имеет достаточно эффективных инвестиционных возможностей, то размещение этих средств в интересах акционеров может быть произведено либо путем дополнительных дивидендных выплат, либо посредством выкупа собственных акций. Эти варианты для акционеров равноценны лишь при условии отсутствия налогов на доходы физических лиц и транзакционных издержек. Поскольку при выкупе уменьшается число акций компании, прибыль и, следовательно, дивиденд на одну акцию возрастают. В результате при прочих равных условиях должна увеличится рыночная стоимость ценной бумаги. Теоретически сумма дивидендов, которые могли бы быть выплачены акционерам, равна стоимости выкупленных акций.

Преимуществом варианта выкупа акций является повышение привлекательности акций компании за счет увеличения суммы прибыли, приходящейся на одну акцию. Недостаток

польз. №486952; dt: 1569490716, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490723, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

выкупа собственных акций компанией заключается в том, что при наличии у фирмы свободных средств некоторые категории акционеров предпочтут доходу от прироста курсовой цены акций получение реальных дивидендов.

Однако на практике при существовании различного уровня налогообложения отдельных видов доходов выкуп акций для инвестора оказывается предпочтительнее. Если дивидендный доход облагается по более высокой ставке, чем доход от прироста стоимости капитала фирмы, то выкуп акций, ведущий к повышению их рыночной цены и соответственно стоимости капитала компании, более выгоден с точки зрения налогообложения. К тому же уплата налога на прирост стоимости капитала откладывается до момента фактической продажи акций, в то время как налог на доходы по ценным бумагам выплачивается сразу (в момент получения дивидендного дохода).

Информационное значение решения компании о выкупе собственных акций намного превышает значение намерения выплатить дивиденды. Выплата дивидендов в обычной форме свидетельствует о способности компании генерировать собственные средства к моменту расчетов с акционерами. Выкуп акций — это неординарное событие, свидетельствующее об убежденности руководства компании в крайне заниженной оценке своих ценных бумаг. Поскольку выкуп акций связан для компании со значительными единовременными денежными затратами, этот метод регулирования курса акций используется редко и практически всегда обоснованно.

Ключевые термины

- Агрессивная дивидендная политика.
- Дата объявления решения о выплате дивидендов.
- Дивиденд.
- Дробление акций (или расщепление, сплит).
- Консервативная дивидендная политика.
- Консолидация акций (или обратный сплит).
- Коэффициент дивидендного выхода.
- Коэффициент квоты собственника (debtequity ratio).
- Модель Гордона — модель оценки акций.
- Реинвестирование прибыли.
- Транзакционные издержки.
- Умеренная дивидендная политика.
- Эксдивидендная дата.

Контрольные и дискуссионные вопросы

1. Почему в практике корпоративных финансов широко используется самофинансирование компаний?
2. С какими проблемами сталкивается компания при самофинансировании предпринимательской деятельности?
3. Какие рыночные угрозы возникают у компании при самофинансировании?
4. Какая теория дивидендной политики объясняет заинтересованность в реинвестировании прибыли?
5. Почему реинвестированная прибыль является бесплатным источником финансирования с точки зрения акционеров?

польз. №486952; dt: 1569490723, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490728, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

6. Чем определяются темпы роста инвестированного капитала?
7. Какая дивидендная политика рекомендуется в случае, если рентабельность активов ниже средней стоимости инвестированного капитала?
8. По какому критерию оценивается политика реинвестирования прибыли?
9. На каких стадиях жизненного цикла наиболее привлекательно реинвестирование прибыли? Почему?
10. Может ли реинвестирование прибыли снизить цену капитала компании?
11. Внутреннее или внешнее финансирование вызывает меньшие затраты на привлечение ресурсов?
12. Каким образом взаимосвязаны темпы роста дивидендной доходности и свободного денежного потока компании?

Задачи

1. Капитал акционерного общества на 100% сформирован собственными источниками средств. Рентабельность собственного капитала (ROE) по чистой прибыли составила 10%.

Оцените возможности достижения целевой ROE 25%, если рыночная стоимость долга 7%, ставка налога на прибыль 20%:

1) при отсутствии политики распределения прибыли;
2) при норме капитализации прибыли 33%;
3) при финансовом рычаге 1;
4) предложите свой способ.

2. Чистая прибыль компании по итогам года составила 450 д.е. Требуемая норма доходности акционерного капитала 15%. Какая политика реинвестирования прибыли предпочтительнее для акционеров:

первый вариант — реинвестируется 50% чистой прибыли с годовым темпом прироста 6%;

второй вариант — реинвестируется 30% чистой прибыли с годовым темпом прироста 2%?

3. Проиллюстрируйте на примере компании с изначальным положительным эффектом финансового рычага последствия агрессивного типа дивидендной политики, приводящей к отрицательному эффекту финансового рычага.

Ключевые функции Bloomberg

GLCO — Мировые цены на сырьевые товары.
FXC — Матрица валютных курсов.
ECFC — Экономические прогнозы.
ECST — Мировая экономическая статистика.
LOIS — Монитор ликвидности 3-m спред LIBOR-OIS.
WEI — Мировые фондовые индексы.
MOST — Наиболее активные бумаги.
FXIP — Информационный портал валют.
CBQ — Обзор рынка по стране.
IBQ — Анализ индустрии.

польз. №486952; dt: 1569490728, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490740, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 13

Оптимизация налогообложения в системе стратегического управления финансами корпораций

Налоги оказывают существенное влияние на принятие стратегических финансовых решений в компаниях, выступая одним из факторов, влияющих на величину и направления денежных потоков корпораций. При этом в процессе своей деятельности крупные корпорации связаны с большим количеством всевозможных рисков. Качественный уровень менеджмента, в том числе выражающийся в разработке и принятии оптимальных управленческих решений относительно финансовых и налоговых рисков, является непременным условием стабильности работы отдельно взятой корпорации. Изучив данную главу, вы узнаете:

- каковы факторы налоговых рисков, возникающих у компаний;
- в чем отличие минимизации и оптимизации налоговых платежей компаний, высокорисковых и консервативных налоговых стратегий;
- каковы основные методы и инструменты снижения налоговых рисков при правильном выборе стратегии компании в отношении налогообложения;
- какие положения современного законодательства о налогах и сборах целесообразно учитывать при принятии решений об инвестировании денежных средств, в том числе в ценные бумаги, о банковском и коммерческом займе, о решении по выплате дивидендов и др.

13.1. Управление налоговыми рисками как элемент системы управления компанией

Необходимость учета налоговых факторов в процессе управления деятельностью организации признается и отечественными, и зарубежными практиками. Причем взгляды на роль налогообложения в деятельности организации существенно изменились за последние три десятилетия (рис. 13.1).

В 1990-х годах налоговые платежи рассматривались как затраты на ведение бизнеса, и компании старались их минимизировать, не нарушая налоговое законодательство, что сводило учет налоговых факторов лишь к созданию налоговых «схем». В начале 2000-х гг. стремление к увеличению стоимости бизнеса для инвесторов вызвало корректировку задач, стоящих перед организациями. В дополнение к процессу исчисления и уплаты налогов налогообложение стало учитываться в процессе управления денежными потоками в каче-

польз. №486952; dt: 1569490740, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490745, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

стве одного из факторов, влияющих на стоимость компании. Налогообложение перестало быть изолированным от процесса управления организацией[1]. В результате постепенно произошел поворот от минимизации к оптимизации налоговых платежей. Налоговая оптимизация — это процесс, связанный с достижением определенных пропорций всех аспектов деятельности хозяйствующего субъекта в целом, осуществляемых им сделок и проектов[2].

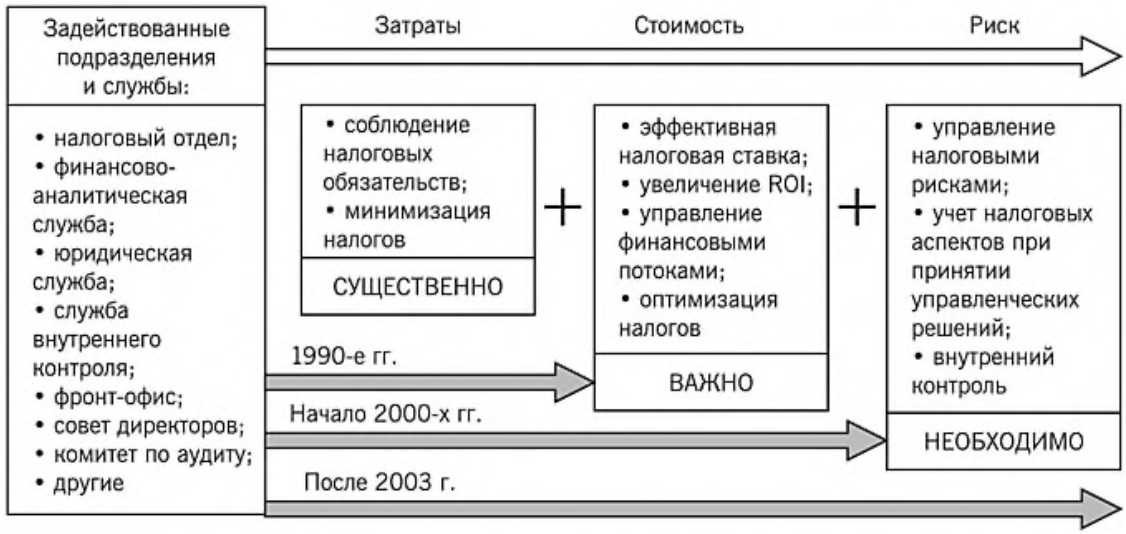


Рис. 13.1. Развитие взглядов на роль налогообложения в процессе управления организацией

После 2003 г. на первый план вышла высокая чувствительность бизнеса к различного рода рискам, в том числе налоговым. Усложнение налогового законодательства, увеличение международных транзакций, значительные санкции и даже банкротство в случае выявления уклонения от налогов, наконец, ущерб, наносимый репутации корпорации судебными разбирательствами, — все это вызывает необходимость рассмотрения налогообложения как сферы потенциальных рисков для организации. Руководители многих корпораций значительно серьезнее стали относиться к операциям, которые могут повлечь негативную реакцию налоговых органов или необходимость судебной защиты налогового планирования.

Акционеры и аудиторы также все больше внимания уделяют прозрачности и достоверности информации о соблюдении налоговых обязательств. Собственники предпочитают располагать полной информацией относительно налоговых рисков и принятых в отношении них мер. Все это вызывает потребность в целенаправленном управлении налоговыми рисками (Tax risk management[3]) как части корпоративного управления.

В настоящее время налоговый аспект присутствует в любом сегменте управления финансами компании, влияет на все ее ключевые финансовые решения. Налогообложение влияет не только на достижение важнейших финансовых целей корпорации (увеличение чистой прибыли и стоимости), но и на управление доходами, расходами, прибылью и капиталом, а опосредованно и на другие направления финансовой политики компании (формирование политики корпорации, управление инвестициями, портфелем ценных бумаг и т.д.). В связи с этим учет налоговых аспектов в процессе принятия управленческих реше-

[1] *Гордеева О.В.* К вопросу об управлении налоговыми рисками // Законодательство и экономика. 2008. № 2. С. 38—45.

[2] *Вылкова Е.С., Романовский М.В.* Налоговое планирование. СПб. : Питер, 2004. С. 93.

[3] Tax risk management in the financial sector. An international KPMG survey // KPMG, March 2004. P. 6.

польз. №486952; dt: 1569490745, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490754, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ний должен стать неотъемлемой частью современных корпоративных финансов, согласовываться с целями и задачами развития компании (рис. 13.2). Для этого учет налоговых аспектов должен проводиться на постоянной основе, быть закреплен внутренней организационно-распорядительной документацией, его цели и задачи должны быть согласованы с советом директоров и другими уполномоченными структурами корпорации.

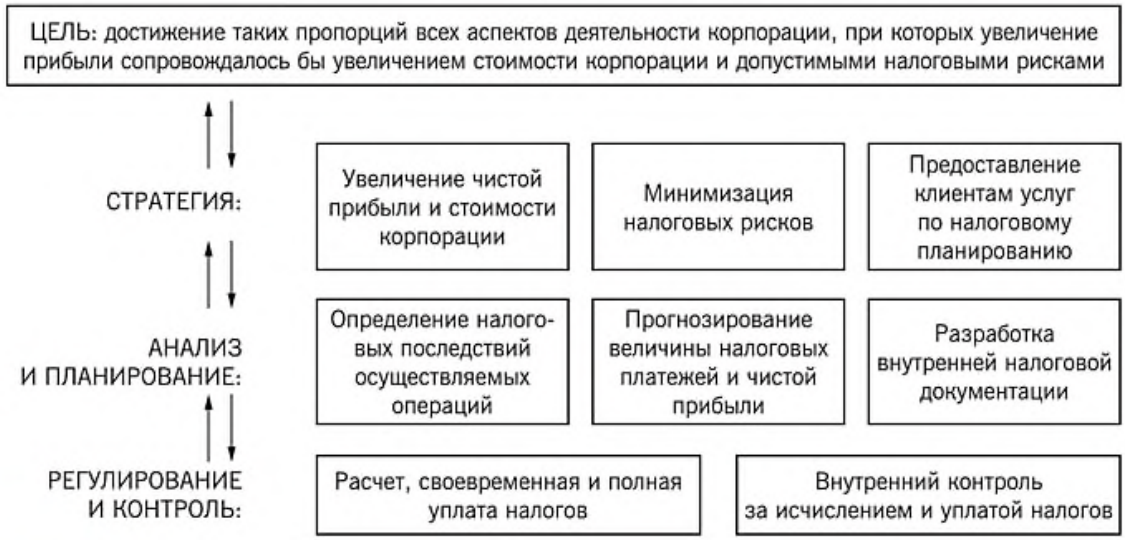


Рис. 13.2. Системный учет налоговых аспектов в процессе управления деятельностью корпорации[1]

Налоговые платежи — одна из значительных статей расходов для большинства компаний, а потому управление налоговыми рисками и их мониторинг необходимы как часть внутреннего контроля за рисками деятельности корпорации[2]. Такое систематическое управление позволит более взвешенно и аккуратно подойти к процессу принятия управленческих решений, снизить налоговые риски, поскольку отсутствие негативных неожиданностей повысит доверие инвесторов и контрагентов.

Под налоговыми рисками чаще всего понимают опасность наступления событий с негативными для компании последствиями, причем не только финансовыми потерями, но и ущербом для ее репутации. Существует несколько различных причин возникновения рисков:

- **риски окружения** — риски, возникающие в результате интерпретации налогового законодательства налоговыми органами и судами. К данной категории относятся также риски, возникающие вследствие неопределенности применения налоговых законов в различных обстоятельствах, и риски возможного изменения налогового законодательства или практики. Хозяйствующий субъект не может повлиять на вероятность наступления данных рисков, а потому их можно обозначить как внешние риски;
- **риски процесса** — риски, связанные с неверным исполнением налоговых обязательств, ошибками в налоговом учете или налоговом планировании. К данной категории относятся риски возникновения технических или фактических ошибок в процессе исчисления налогов и (или) просрочки их уплаты. Также налоговые риски могут быть следствием неудовлетворительного исполнения схем налогового планирования. Например, они могут возникнуть из-за недостаточного документального подтверждения некоторых важ-

[1] Составлено на основе диссертации и учебных материалов О.И. Борисова.

[2] *Bakker A., Kloosterhof S.* Tax Risk Management. From Risk to Opportunity // IBFD, 2010.

польз. №486952; dt: 1569490754, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490758, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ных обстоятельств (в частности, установления трансфертных цен), из-за некомпетентности, неудовлетворительной мотивации или мошенничества руководства или сотрудников организации;

- **риски трансфертного ценообразования** — риски, возникающие при операциях с взаимозависимыми лицами по ценам, отличающимся от рыночных цен. К примеру, наличие в налоговом законодательстве норм, предполагающих проверку соответствия рыночному уровню цен при реализации продукции и услуг, ценных бумаг, что может повлечь значительное увеличение суммы налоговых платежей или распределение налоговых платежей по региональным структурным подразделениям.

Указанные выше причины возникновения неопределенности могут отразиться на самых различных объектах риска:

- на транзакциях в пределах холдинговой группы или с третьими лицами (взаимозависимыми, находящимися в офшорных зонах и т.д.);
- на правовой структуре корпорации[1].

Так, правовая структура группы будет объектом риска, если, например, фактическое управление офшорной компанией «по причинам практичности» осуществляется в России, поскольку в этом случае компания может подпадать под налогообложение и в России. При транзакциях в пределах концерна (группы, холдинга, объединения) могут возникнуть риски, связанные с неверным оформлением данных операций согласно налоговому законодательству либо их неотражением в налоговом учете. Причем цепь транзакций может провалиться вследствие одной технической ошибки. Изменения в налоговом законодательстве могут повлиять на эффективность долгосрочных инвестиций.



Рис. 13.3. Система налоговых рисков корпорации

Выделение категорий и объектов риска позволит охватить и структурировать всю совокупность налоговых рисков хозяйствующего субъекта (рис. 13.3). Однако для принятия решения о том, какие риски можно принять, а какими следует целенаправленно управлять, необходимо оценить не только вероятность наступления налоговых рисков, но и их потенциальные **негативные последствия.** Это прежде всего ответственность за нарушение законодательства о налогах и сборах, которая выражается в применении к нарушителю

[1] *Беликов А.П.* Налоговое администрирование как инструмент финансового контроля // Налоги и налогообложение. 2008. № 5. С. 58.

польз. №486952; dt: 1569490758, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490764, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

налоговых санкций в виде пени, штрафов, приостановления операций по счетам и пр. Причем, согласно действующему налоговому и административному законодательству, меры ответственности могут быть применены как непосредственно к корпорации, так и к его руководителю. Также следует учитывать и наличие уголовно-правовых санкций для руководителя в случае выявления уклонения от налогов. И, наконец, результат негативных последствий — это изменения в финансово-экономическом состоянии компании вследствие применения соответствующих санкций и ухудшения деловой репутации.

13.2. Виды, формы и инструменты налоговой политики компании

В недалеком прошлом налоговый риск-менеджмент был деятельностью, принимаемой во внимание только налоговыми менеджерами и CFO. Упоминание в ежегодном отчете на собрании акционеров налогового статуса было очень редким, также общество не особенно интересовали налоги. О налогах вспоминали лишь тогда, когда государство, имея дефицит бюджета, в лице налоговых органов обвиняло налогоплательщиков — юридических лиц в переносе своей прибыли в страны с низким уровнем налогообложения[1].

Налоговый риск-менеджмент — это многомерная деятельность. Первичный источник возникновения налоговых рисков — это юридическая среда, создаваемая налоговым законодательством, международными договорами и их интерпретациями.

Элементы налогового риск-менеджмента:

- определение налогового статуса (налоговой позиции);
- экономический капитал;
- требования к отчетности (с бухгалтерской стороны вопроса)[2].

Возможно, самый важный аспект налогового риск-менеджмента — это определение налогового статуса (налоговой позиции) (tax position). Оценка статуса и связанного с ним риска началась в то время, когда стало активно применяться дисконтирование денежных потоков.

Назначение налогового риск-менеджмента в такой ситуации состоит в том, чтобы создать налоговую позицию, обеспечивающую максимизацию чистой приведенной стоимости (NPV) налоговой позиции. В контексте определения налоговой позиции это позволяет создавать и сравнивать различные стратегии. К примеру, можно сравнивать прибыль при использовании агрессивной налоговой позиции (инвестиционное решение 1) либо неиспользовании таковой (инвестиционное решение 2).

При моделировании с точки зрения оценки налоговой позиции необходимо принимать во внимание следующие факторы:

- риски аудита — оценка должна производиться с пониманием, что налоговая позиция может быть обнаружена в ходе аудита;
- премия за риск налогоплательщика. Обычно не возникает премии за риск, ассоциированной с возмещением государством излишне уплаченных налогов и сборов. Переплата по налогу и сбору должна рассматриваться как безрисковый депозит налогоплательщика. С другой стороны, есть премия за риск денежных потоков, идущих от налогоплательщика в бюджет. Если налогоплательщик должен бюджету деньги, то это становится рискованным активом для получателя;

---

[1] *Bakker A., Kloosterhof S.* Op. cit.

[2] Ibid.

польз. №486952; dt: 1569490764, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490771, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- проценты (пени) и штрафы — модель должна принимать во внимание проценты и штрафы, которые взимаются государством в результате функционирования налоговой позиции налогоплательщика;
- возможность применения налоговых вычетов;
- налоговые ставки — возможные изменения в налоговых ставках должны быть приняты во внимание в процессе вычисления чистой приведенной стоимости.

Альтернативный подход к налоговому риск-менеджменту — это подход экономического капитала. При его использовании все налоговые риски должны быть приняты во внимание. Необходимо оценить максимальный уровень риска компании в самом худшем сценарии. Капитал, необходимый компании для предотвращения негативной позиции стоимости компании? — это экономический капитал. Управление экономическим капиталом должно держать его на допустимом уровне.

Виды налогового риск-менеджмента можно классифицировать как:

- тактический риск-менеджмент;
- интегрированный риск-менеджмент[1].

Хороший тактический риск-менеджмент начинается с понимания того, чего организация хочет достичь. В этом отношении важно также установить, может ли организация торговать с той или иной страной. В некоторых странах, а также в отношении некоторых налогов налоговые органы не склонны к переговорам с налогоплательщиком. В некоторых странах существует прямая связь между налоговым аудитором и дополнительными налоговыми доходами, связанными с его деятельностью. Налоговое позиционирование компании может зависеть также от того, будет ли иметь компания продолжительные отношения с налоговыми органами данной страны или это не является проблемой, так как компания не собирается задерживаться на рынке данной страны.

Налоговый риск-менеджмент объединяет (интегрирует) все элементы, названные выше, в единую систему[2]. Подходы дисконтированного денежного потока и экономического капитала заставляют принимать во внимание только те риски, которые являются чувствительными, потому что они прибавляют стоимость компании и не размещают капитал компании избыточно. Менеджмент рисков репутации (о рисках репутации ниже) также фокусирует взгляд на воздействии индивидуальных транзакций на репутацию компании, отвечает на вопрос, будет ли налоговая позиция вести к конфликтам с налоговыми органами или с клиентами, которые будут отдаляться от компании.

Операционные риски могут также возникнуть, когда проваливаются международные процессы. Многие компании имеют налоговые издержки, когда неправильно применяется отлаженный механизм трансфертного ценообразования или когда не сохранены данные, необходимые для исчисления налоговой базы по налогу на прибыль организаций[3].

В составе и содержании рисков, сопровождающих осуществление тех или иных видов деятельности, не может не находить отражения специфика содержания операций, характерных для этих видов деятельности.

Основными факторами возникновения налоговых рисков являются:

- несимметричность налогового и гражданского законодательства;
- внесение изменений в отечественное и (или) зарубежное законодательство, в том числе в порядке корректировки экономической и налоговой политики страны;

---

[1] Op. cit.

[2] Ibid.

[3] Ibid.

польз. №486952; dt: 1569490771, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490777, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- несовершенство норм российского законодательства о налогах и сборах, включая внутренние противоречия между нормами различных глав НК РФ, например определяющими элементы налоговой базы;
- ошибки в экономическом управлении, в том числе в планировании;
- действия (в том числе неправомерные) других субъектов налоговых правоотношений или уполномоченных органов власти и управления;
- некомпетентность собственных работников[1];
- отставание налогового законодательства от развития соответствующего сектора экономики[2].

Последнее, в частности, предопределяется объективно обусловленной более тесной взаимосвязью деятельности отечественных корпораций с международными институтами, соответственно используемыми ими финансовыми инструментами. Налоговые органы не всегда готовы позитивно воспринимать такие обстоятельства, изначально предполагая, что они направлены на минимизацию налоговых платежей.

При выработке тактики управления налоговыми рисками следует различать внешние и внутренние факторы, определяющие возникновение налоговых рисков, поскольку это влияет на уровень управляемости, выражающейся в возможности предотвращения негативных последствий в налоговой сфере.

Для субъекта хозяйствования источником внешних рисков выступают все правовые факторы в части законодательных актов, в частности изменение государством условий налогообложения, а также применение государством способов снижения возможностей компаний по минимизации налоговых платежей (совершенствование налогового контроля), принятие тех или иных судебных доктрин.

Целью управления налоговыми рисками, вызванными внешними факторами, с одной стороны, является максимально возможное смягчение их негативных последствий[3]. С другой стороны, это и разработка мер воздействия на их устранение, в том числе разработка предложений для уполномоченных органов власти и управления по улучшению налогового климата в стране.

Управление налоговыми рисками, вызванными внутренними факторами, целесообразно включить в компетенцию специальных подразделений экономической службы корпораций. В относительно небольших организациях задачи минимизации негативных последствий в сфере налоговых платежей в бюджет могут выполнять бухгалтерские подразделения.

Организация процесса управления налоговыми рисками зависит от индивидуальных особенностей организационно-правовой структуры корпорации и сложившейся в ней системы информационно-аналитической поддержки принятия управленческих решений. Проблема состоит в том, что налоговые риски должны учитываться руководителями организации при принятии управленческих решений, однако специфика налогообложения затрудняет оценку и управление налоговыми рисками неспециалистами. Тем не менее, согласно зарубежным исследованиям, только $^1/_3$ руководителей налоговых отделов (tax department) обладает полномочиями определять стратегию управления налоговыми рисками[4].

Важность прогнозирования сумм налоговых платежей подчеркивается и зарубежными практиками. К примеру, в Германии значительные штрафы за несоблюдение налогово-

---

[1] *Гончаренко Л.И.* Налоговое администрирование коммерческих банков России : монография. М. : Цифровичок, 2009.

[2] *Демчук И.Н.* Налоговый риск: сущность и содержание понятия // Вестник Томского государственного университета. 2010. № 1 (9).

[3] *Bakker A., Kloosterhof S.* Op. cit.

[4] Tax Risk Management. The Evolving Role of Tax Directors // EYGM, 2004. P. 6.

польз. №486952; dt: 1569490777, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490783, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

го законодательства вызвали необходимость прогнозирования субъектами хозяйствования как собственных налоговых обязательств, так и сумм налогов, которые должны быть удержаны налогоплательщиком как налоговым агентом (налог на доходы с капитала)[1].

После проведения анализа с помощью ситуационного метода целесообразно перейти к комбинированным расчетам и анализу, поскольку отдельные операции и даже блоки операций не всегда могут дать полный ответ на вопрос об уровне налогообложения. Для этого используют численные *балансовые методы* налогового планирования и их комбинации. Эти методы позволяют приблизить экспериментальные расчеты ситуационного метода к реальным суммам налоговой экономии или перерасхода. При этом микробалансы рассчитываются на основе бухгалтерских и налоговых регистров. Их лучше всего использовать, когда необходимо получить качественное сравнение вариантов или в тех случаях, когда разные варианты описываются однотипным блоком бухгалтерских проводок и налоговых регистров и поэтому количественно легко сопоставимы.

Оценив налоговые риски, ответственные лица должны принять решение о дальнейших действиях: уменьшить ли вероятность наступления данных рисков или сократить их величину. Кроме того, необходим постоянный мониторинг налоговых рисков с учетом изменений налогового законодательства и концентрации риска (например, если большое количество операций связано с одинаковыми рисками). Однако оценка и мониторинг налоговых рисков, так же как и прогнозирование налоговых платежей, — достаточно трудоемкий процесс. В задачи же налогового отдела входят прежде всего технические аспекты: своевременное исчисление и уплата налогов, работа с налоговыми органами и при необходимости участие в судебных спорах. На это уходит около 50—60% времени. На налоговое планирование затрачивается 20—30% времени и около 6—10% — на налоговый аудит. В результате на выявление, оценку и мониторинг налоговых рисков остается только около 4—8% времени, что явно недостаточно (рис. 13.4). Данная проблема может быть решена либо путем расширения налогового отдела, либо с помощью оптимизации его работы.



ВСЕГО	в том числе	Европа	США / Канада	Азия / Тихий океан
	Соблюдение налоговых обязательств	37,7%	45,9%	50,7%
	Составление налоговой отчетности	10,9%	8,3%	9,0%
	Налоговое планирование	29,5%	28,4%	22,6%
	Налоговый аудит	8,3%	10,7%	6,5%
	Выявление, управление, мониторинг налоговых рисков	5,9%	2,8%	5,2%
	Сообщение о налоговых рисках	7,7%	3,9%	6,0%

Рис. 13.4. Доля времени, затрачиваемого налоговыми отделами в различных регионах мира на выполнение возложенных на них обязанностей[2]

[1] *Шнайдер Х.* Налоговый отдел в кредитном институте // Kreditvvesen. 1999. № 11 ; Бизнес и банки. 1999. № 28, июль. С. 7.

[2] Tax Risk Management. P. 13.

польз. №486952; dt: 1569490783, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490789, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Можно выделить четыре уровня организации учета налоговых аспектов в процессе управления корпорацией (рис. 13.5).



Рис. 13.5. Уровни организации системного учета налоговых аспектов в процессе управления корпорацией

Базовый элемент — налоговый отдел, в сферу ответственности которого входят конструирование эффективных с точки зрения налогообложения договоров, а также выявление, оценка и мониторинг налоговых рисков. Информация, поступающая от налогового отдела, должна обрабатываться и систематизироваться финансово-аналитической службой организации. Это позволит учесть налоговые аспекты и налоговые риски при стратегическом и текущем планировании деятельности организации, при определении направлений развития бизнеса. На этой основе финансовая служба должна, с одной стороны, осуществлять координацию процесса управления налоговыми рисками, а с другой — составлять отчеты для руководителей разного уровня. Отчеты должны дать возможность членам правления (совета директоров) владеть текущей и перспективной информацией о финансовом состоянии организации, налоговых рисках и принятых в отношении них мерах. Задача правления — определение политики в области управления налоговыми рисками исходя из стратегических направлений развития корпорации. Правление также должно сформировать комитет по аудиту, который будет обеспечивать контроль за системой управления налоговыми рисками, чтобы все риски были учтены при принятии управленческих решений.

Одним из условий достижения целей налогового риск-менеджмента является организационное и методическое обеспечение налогового мониторинга.

Самостоятельное значение налогового мониторинга в рамках налоговой политики компании определяется:

- сложностью и многофакторностью налоговых отношений;
- использованием результатов налогового мониторинга для принятия управленческих решений не только в сфере налоговых отношений, но и в других сферах налогового менеджмента;

польз. №486952; dt: 1569490789, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490795, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- самостоятельностью ряда целевых установок и стоящих перед ними задач, например оценкой налоговой нагрузки по данным бухгалтерского учета (налогового учета) и налогового потенциала банка;
- комплексным характером решаемых задач, в том числе взаимоувязкой всех функций налогового менеджмента между собой и с управленческими решениями в других сферах[1].

Место налогового мониторинга в системе налогового менеджмента можно представить следующим образом (рис. 13.6).

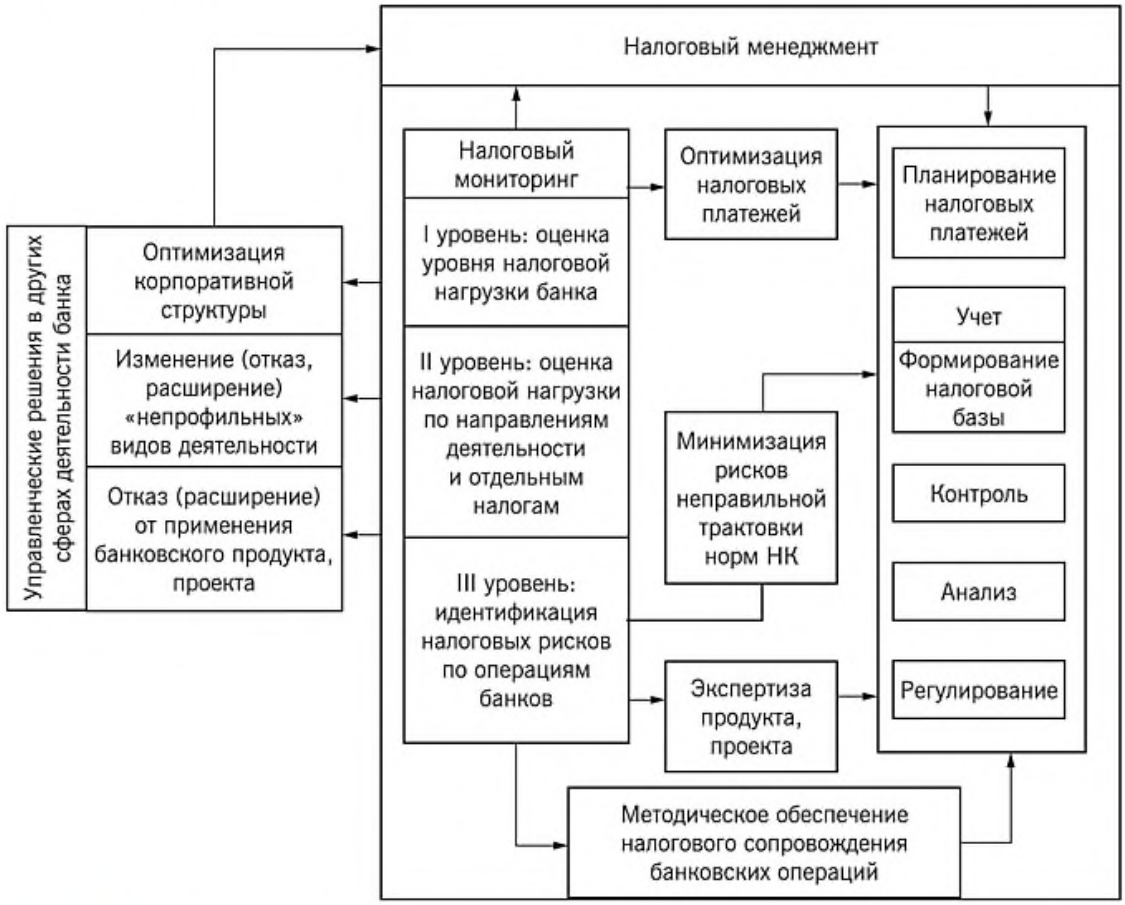


Рис. 13.6. Место налогового мониторинга в системе налогового менеджмента организации[2]

Налоговый мониторинг в организации может быть представлен на трех уровнях:

1) общая оценка и прогноз уровня налоговой нагрузки исходя из налогового и экономического потенциала организации;
2) оценка и прогноз налоговой нагрузки налоговых рисков по направлениям деятельности, крупным проектам и отдельным налогам;
3) идентификация налоговых рисков по операциям организации в различных сегментах деятельности.

[1] *Гончаренко Л.И.* Указ. соч.

[2] Там же.

польз. №486952; dt: 1569490795, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490803, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

13.3. Влияние налоговых факторов на решения корпораций по привлечению заемного капитала, выплате дивидендов, направлениям инвестиционных проектов

Политика заимствования существенно влияет на структуру капитала корпорации (см. главу 11). На объемы заимствований влияют многие факторы. Одним из них выступают налоги. Действующая система налогообложения организаций благоприятно влияет на заемное финансирование. Выделим две составляющие такого воздействия:

1) выплачиваемые компаниями проценты по долгу (независимо от формы заимствования — банковский кредит, выпущенные корпоративные облигации или другие долговые обязательства) относятся к расходам, учитываемым для целей налогообложения, в отличие от выплаты дивидендов по акциям;
2) доходы в виде полученных процентов при владении долговыми обязательствами облагаются налогами только однажды (непосредственно у получателя).

Тем самым при прочих равных условиях увеличивается прибыль после налогообложения, которая подлежит распределению в том числе и между акционерами. Разница между налоговыми платежами при отсутствии долга и с долговыми обязательствами в теории корпоративных финансов получила название «*налоговая защита*». Приведенная стоимость налоговой защиты определяется также в результате дисконтирования с учетом ожидаемой доходности, которую требуют инвесторы, держащие долговые обязательства фирмы[1].

Порядок включения процентных расходов в формирование налоговой базы в национальных налоговых законодательствах может существенно отличаться и периодически актуализироваться исходя из состояния экономики и задач налоговой политики государства. Достижением действующего российского законодательства признана предельно широкая трактовка долговых обязательств в целях налогообложения прибыли. К ним стали относиться не только банковские кредиты, но и товарные и коммерческие кредиты, займы, банковские вклады, банковские счета или иные заимствования независимо от их формы (ст. 269 НК РФ). Значительным шагом вперед, оказавшим стимулирующее воздействие на политику корпораций по привлечению заемного капитала и соответственно развитие российского фондового рынка, стало включение в процентные расходы для целей налогообложения процентов, начисленных по долговым *корпоративным* ценным бумагам (облигациям, векселям и др.).

Особо следует отметить, что включение процентных расходов в налоговую базу по налогу на прибыль организаций в настоящее время не зависит от характера и целей предоставления кредита или займа (текущего и (или) долгосрочного; потребительского и (или) инвестиционного и т.д.). Сняты и ограничения, касающиеся организационно-правового статуса кредитора (банки, кредитные организации, субъекты корпоративного сектора и т.д.) (до 2001 г. выплаты процентов по корпоративным займам не включались в налоговую базу, а их получение облагалось НДС).

Важным элементом правил по включению процентов в расходы для целей налогообложения является определение их размеров. Обобщенно это выглядит следующим образом: проценты, выплачиваемые налогоплательщиком по долговым обязательствам, принимаются к вычету в полном размере, если такие расходы экономически оправданы и надлежащим образом оформлены, а сами долговые обязательства возникли по оформленным на рыночных условиях сделкам. Однако уже с 1 сентября 2008 г. в связи с глобальным

[1] *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. М. : Тройка-Диалог, 2004. С. 458.

польз. №486952; dt: 1569490803, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490808, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

финансовым кризисом в России был введен и до сих пор существует временный порядок в виде периодических изменений коэффициентов и фиксированной величины процента по долговым обязательствам, в том числе оформленным в иностранной валюте.

Так, снижение ставки рефинансирования Банка России (как это было в 2008—2009 гг.) само по себе являющееся положительным экономическим фактором, за счет установленной конструкции законодательной нормы в привязке к величине данной ставки ведет к уменьшению суммы процентов, которые налогоплательщик вправе признать в уменьшение налоговой базы по налогу на прибыль организаций, что в свою очередь обусловливает необходимость повышения установленных коэффициентов, как это и происходило в 2008—2009 гг., когда коэффициент был увеличен с 1,1 до 1,5, а затем до 2. Отметим также, что это приводит и к созданию схем по распределению реальной процентной ставки по тарифам на иные услуги, которые могли бы стоить либо меньше, либо быть бесплатными.

При этом ставка рефинансирования, являясь инструментом денежно-кредитной политики, не всегда отражает сложившийся в экономике средний уровень процентной ставки. Это означает, что в отдельные периоды времени ее величина может быть намного выше или ниже средней процентной ставки по обязательствам в российских рублях (как это происходит в 2014—2015 гг.), и это может создавать нежелательные искажения, которые либо приводят к излишнему ужесточению налогового законодательства для налогоплательщиков (как это происходило в российской экономике начиная с осени 2009 г.), либо предоставляет избыточные возможности для отнесения уплаченных процентов на расходы (как это имеет место сейчас при сопоставимых займах).

По долговым обязательствам, оформленным в *иностранной валюте*, средняя процентная ставка может не только различаться в разные периоды времени, но и определяется валютой, в которой оформлено обязательство. Поэтому фиксированный размер предельной величины процентов, относимый на расходы по валютным долговым обязательствам, также не отвечал поставленным задачам — отражать средний уровень процентной ставки по долговым обязательствам данного типа перед лицами, не являющимися аффилированными с заемщиком.

Налоговая защита считается достаточно ценным активом, особенно при благоприятном кредитном климате, когда ранее взятый кредит может быть покрыт вновь полученным. Однако не следует забывать о способности фирмы стабильно зарабатывать достаточный доход для покрытия процентных расходов. В этом случае *посленалоговая* стоимость фирмы (сумма ее долга и собственного капитала в рыночных ценах, показанная в обычном балансе) возрастает на приведенную стоимость налоговой защиты.

Вместе с тем не следует забывать, что займы — не единственный инструмент защиты прибыли от налогов. Для этой цели корпорации используют также схему ускоренной амортизации основных фондов. Инвестиции в значительную часть нематериальных активов также можно списывать на текущие расходы. Чем больше инструментов защиты используется, тем менее налоговая защита по отдельно взятому случаю. Для одних компаний интересна «процентная» налоговая защита, для других иная.

В современном российском налоговом законодательстве имеет место широкий спектр возможностей использовать в планировании денежных потоков корпорации амортизационную политику, в том числе как фактор, влияющий на финансовые возможности при реализации стратегии корпорации в части инвестиций в развитие своего производства. Обобщенно основные позиции состоят в следующем:

- ускоренная амортизация с коэффициентом при линейной амортизации;
- применение нелинейной амортизации;
- амортизационная премия.

польз. №486952; dt: 1569490808, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490813, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Ускоренная амортизация позволяет увеличить нормы списания основного капитала. В результате бóльшая, чем при обычной амортизации, часть прибыли освобождается от налогообложения, так как начисления по основным фондам относятся на издержки производства. Все это принципиально повышает инвестиционный спрос с последующим ростом приведенной стоимости компании.

При нелинейной амортизации происходит перераспределение суммы амортизационных отчислений на первую половину срока полезной эксплуатации основных средств. В результате повышается доля собственных финансовых источников инвестиций, однако при этом вырастают издержки производства.

Амортизационная премия — также своего рода ускоренная амортизация по основным средствам, относящимся согласно российским нормативным актам к третьей—седьмой амортизационным группам. От 10 до 30% их стоимости включается в издержки текущего налогового периода. Таким образом могут быть кратковременно увеличены собственные средства корпорации, в том числе для целей погашения кредитов. Однако при этом в последующие налоговые периоды будет относительно расти налоговая база по налогу на прибыль организаций, а следовательно, и налоговые платежи. Такое явление получило название «отложенные налоговые активы».

При рассмотрении вопроса о целесообразности выплаты дивидендов по акциям интересным представляется сравнительный анализ налоговых последствий получения дохода по долговым обязательствам и дивидендных выплат (табл. 13.1) с последующим углублением изучения вопроса по капитализации нераспределенной прибыли. В России установлены следующие налоговые ставки по выплачиваемым дивидендам: 0%; 13% (до 2015 г. — 9%) и 15% (для иностранных юридических лиц).

Таблица 13.1

Налоговые последствия выплаты процентов по долговым обязательствам и дивидендам

Показатель	Держатель облигаций/процент по долговым обязательствам	Акционер/дивиденды по акциям
Налог на прибыль организаций (корпоративный налог)	Нет	По дифференцированным налоговым ставкам (Н1)
Прибыль после корпоративного налога	100%	100% – Н1
Подоходный налог держателя облигаций/акций	Н2	Н2х(100% – Н1)
Доход после всех налогов	100% – Н2	(100% – Н1) – Н2 × (100% – Н1)

Корпорации должны стремиться к формированию такой структуры капитала, которая способствовала бы максимизации прибыли после налогообложения. Из таблицы 13.1 видно, что корпоративное заимствование приносит выгоду, если величина 100% – Н2 превосходит величину (100% – Н1) – Н2 × (100% – Н1): в противном случае оно не эффективно. *Относительное* налоговое преимущество ($ОП_н$) долга перед собственным капиталом определяется как

$$ОП_н = 100\% - Н2 / (100\% - Н1) - Н2 \times (100\% - Н1).$$

Когда компании осуществляют разовое и очень крупное распределение средств среди акционеров, они обычно предпочитают выкуп акций временному повышению дивидендов.

польз. №486952; dt: 1569490813, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490820, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таким подходом не следует злоупотреблять, ибо это может привести к более пристальному вниманию со стороны налоговых органов и подведению к положению о получении налоговой выгоды с неблагоприятными последствиями.

Структурные подразделения крупных корпораций, особенно международных, располагаются на разных территориях как одного государства, так и в разных странах. При выработке региональных решений стратегически немаловажно учитывать и особенности налогообложения на международном и национально-региональном уровнях. Один из факторов, который может быть учтен, это наличие территорий (как отдельных государств, так и отдельных регионов внутри страны) с низконалоговым климатом (офшоры).

На территориях государств так называемые внутренние офшоры могут быть разного назначения и с дифференциацией налоговых режимов: свободные экономические зоны (туристско-рекреационные, транспортные), территории опережающего развития. В случае размещения производств в этих регионах налогоплательщики получают дополнительные льготы. Соответственно возникает необходимость рассмотрения и регионального аспекта налоговой политики корпорации. В международном налоговом планировании распределение налоговой базы и налоговый контроль за этим процессом получили название Соглашения о контроле за размыванием налоговой базы (BEPS). В результате по всем ведущим государствам приняты изменения в налоговых законодательствах, получившие название деофшоризация, с усилением мер налогового контроля в международном масштабе.

Ключевые термины

- Налоговые риски.
- Налоговый менеджмент.
- Налоговый мониторинг.
- Налоговая защита.
- Расходы, учитываемые при формировании налоговой базы.
- Налог на прибыль организаций.
- Налоговый контроль применения трансфертного ценообразования.
- Меры против размывания налоговой базы (BEPS).

Контрольные и дискуссионные вопросы и задания

1. Как вы видите место налоговых рисков в системе рисков предпринимательской деятельности?
2. Как вы могли бы классифицировать виды и причины налоговых рисков для целей риск-менеджмента компании?
3. Как выглядит система учета налоговых аспектов в процессе управления финансами корпорации? Что можно в ней изменить в связи с разными стадиями жизнедеятельности корпорации?
4. Приведите примеры применяемых инструментов налоговой политики корпорации. Изменятся ли они при проведении агрессивной налоговой оптимизации?
5. Как вы оцениваете факторы налоговой защиты?
6. Оцените организацию управления налоговыми рисками, вызванными внутренними причинами в корпорации, например применение трансфертных цен в пределах одной страны (разные регионы) или с резидентами офшорных зон.

польз. №486952; dt: 1569490820, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490827, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

раздел 4

ВЫБОР НОВОЙ ФИНАНСОВОЙ АРХИТЕКТУРЫ КОМПАНИИ

польз. №486952; dt: 1569490827, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490834, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 14

Реструктуризация компании: стратегия и управление стоимостью

Изучив данную главу, вы поймете, почему механизм реструктуризации может использоваться с целью управления стоимостью компании, а также:

- узнаете основные внешние и внутренние факторы, влияющие на развитие бизнеса;
- познакомитесь с тенденциями развития рынка слияний и поглощений;
- разберетесь в технологии проведения реструктуризации;
- научитесь оценивать эффективность сделок слияний и поглощений.

14.1. Внутренние и внешние факторы развития бизнеса

Рыночные отношения открывают перспективу для российского бизнеса, но в то же время становится ясно, что многие компании имеют мало шансов выжить под давлением конкуренции и новых условий хозяйствования без существенной реорганизации. Определяя процесс реорганизации как обеспечение эффективного использования производственных ресурсов, приводящее к увеличению стоимости бизнеса, целесообразно выделить как **внутренние**, так и **внешние факторы** его развития.

Внутренние факторы основаны на выработке операционной, инвестиционной и финансовой стратегий создания стоимости за счет собственных и заемных источников финансирования. **Внешние факторы** развития бизнеса вызывают необходимость реорганизации видов деятельности и структуры капитала.

Факторы, движущие стоимость, — это отдельные переменные в модели дисконтированного денежного потока, характеризующие те или иные стороны в деятельности компании. При количественном изменении той или иной переменной происходит изменение величины денежного потока и соответственно стоимости.

Важнейшее место занимают факторы, движущие стоимость, как то:

1) временной фактор;
2) объемы реализации;
3) себестоимость реализованной продукции;
4) соотношение постоянных и переменных затрат;
5) маржа валовой прибыли;
6) собственные оборотные средства;
7) основные средства;

польз. №486952; dt: 1569490834, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490839, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

8) соотношение собственных и заемных средств в структуре капитала компании;

9) стоимость привлечения капитала.

Первые семь факторов непосредственно влияют на величину денежного потока, последние два — на ставку дисконтирования.

Воздействие на те или иные факторы осуществляется в рамках конкретных стратегий развития компании.

В рамках всех типов стратегий применяются два основных альтернативных подхода: *«лидерство по затратам» и «дифференциация»*.

Первый подход, как и следует из его названия, заключается прежде всего в строгом контроле над затратами и тем самым в максимальном повышении эффективности производства.

Второй подход заключается в том, что компания концентрирует усилия на производстве и реализации продукции, не имеющей серьезных конкурирующих аналогов.

На **операционном уровне** стратегии рассматривают следующие стоимостные факторы:

- ассортимент производимой продукции или услуг;
- ценообразование;
- выбор рынков;
- рекламу;
- эффективность затрат;
- систему сбыта;
- качество обслуживания клиентов.

При применении *подхода «лидерство по затратам»* оптимальными являются следующие приемы: 1) сокращение доли постоянных затрат путем экономии на административных и накладных расходах; 2) оптимизация связей с поставщиками с целью дополнительной экономии на затратах; 3) увеличение своей доли на рынке для достижения «экономии на масштабе» по каждому виду деятельности и за счет всего этого 4) обеспечение конкурентоспособных цен на реализуемую продукцию.

Подход «дифференциация» предполагает главным образом использование потенциала увеличения цены и тем самым маржи валовой прибыли в тех сегментах рынка, где есть ощутимое преимущество перед конкурентами.

Инвестиционные стратегии рассматривают:

- уровни товарно-материальных запасов;
- сбор дебиторской задолженности;
- управление кредиторской задолженностью;
- расширение производственных мощностей;
- планирование капиталовложений;
- продажу или покупку активов.

В подходе «лидерство по затратам» рекомендуется: 1) минимизировать остаток денежных средств; 2) стимулировать дебиторов к сокращению средних сроков погашения задолженности; 3) минимизировать уровень товарно-материальных запасов, но без ущерба для бесперебойного выполнения заказов клиентов; 4) экономить на использовании основных средств (например, беря в аренду машины и оборудование, а не покупая их); 5) продавать избыточные неиспользуемые активы.

В подходе «дифференциация» рекомендуется: 1) связать управление дебиторской задолженностью с ценовыми факторами; 2) добиваться у поставщиков наиболее выгодных условий погашения кредиторской задолженности, 3) инвестировать средства в специальные активы, необходимые для дифференциации.

польз. №486952; dt: 1569490839, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490869, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Финансовые стратегии в обоих подходах рекомендуют: 1) создавать оптимальную структуру капитала; 2) выбирать наиболее дешевые способы финансирования и заемного, и собственного капитала; 3) максимально сокращать факторы делового риска.

> Последовательное осуществление того или иного варианта стратегий всех трех уровней приводит к максимальному увеличению денежного потока и, как следствие, стоимости компании.

Внешние факторы развития бизнеса

Внешний рост основан на купле/продаже активов, подразделений, слияниях и поглощениях, а также видах деятельности по сохранению корпоративного контроля. Стратегическая цель — повышение стоимости акционерного капитала за счет изменения структуры активов, аккумуляция средств на основных направлениях развития бизнеса и сохранение корпоративного контроля.

Возможность реструктурирования возникает из-за того, что между стоимостью, которой обладает компания в настоящее время (текущей стоимостью), и потенциальной стоимостью, которая достижима при изменении ряда обстоятельств, существует стоимостный разрыв.

Стоимостный разрыв — разница между текущей стоимостью компании при существующих условиях и текущей стоимостью данной компании после реструктуризации (представляет собой чистую текущую стоимость эффекта реструктуризации).

$$NPV_c = \left[D(PN)_n + (EE)_n - (I)_n \pm (T)_n\right] \times r,$$

где NPV_c — чистая текущая стоимость эффекта реструктурирования;
n — период времени после реструктуризации;
$D(PN)_n$ — дополнительная прибыль от реструктурирования;
$(EE)_n$ — экономия производственных издержек и дополнительная прибыль за счет диверсификации производства;
$(I)_n$ — дополнительные инвестиции на реструктурирование;
$(T)_n$ — прирост/экономия налоговых платежей;
r — коэффициент текущей стоимости.

В качестве базовой модели расчета стоимости предприятия в целях реструктурирования применяется метод оценки дисконтированных денежных потоков, так как данный метод является единственным, позволяющим учитывать будущие изменения в денежных потоках компании.

При оценке предполагаемого плана реструктурирования необходимо составить прогноз чистых денежных потоков после уплаты налогов, связанных с текущей деятельностью компании без учета финансовых издержек реорганизации. В данном случае реструктуризацию можно рассматривать как вариант капиталовложений с первоначальными затратами и ожидаемой в будущем прибылью.

> Корпоративное реструктурирование подразумевает изменения в структуре капитала или собственности, не связанные с операционным (деловым) циклом компании и основанные на использовании источников внешнего роста капитала.

В Российской Федерации реорганизация общества может быть осуществлена в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования (в соответствии с Фе-

польз. №486952; dt: 1569490869, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490877, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

деральным законом от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (последняя редакция от 06.04.2015).

Какие причины вызывают необходимость поиска источников внешнего роста компании?

Первая и самая очевидная — это потенциал, заложенный в действующем бизнесе, который был определен выше как стоимостный разрыв. Многие компании, активно используя стратегии внутреннего роста для максимальной реализации намеченных планов, а также сохранения компании как действующей, стремятся привлечь факторы внешнего роста. Данное направление процесса реструктуризации получило название «стратегическое».

Виды деятельности по стратегическому направлению реструктурирования включают: расширения (слияние, присоединение); сокращения (разделение, выделение) и преобразование акционерного капитала (рис. 14.1).

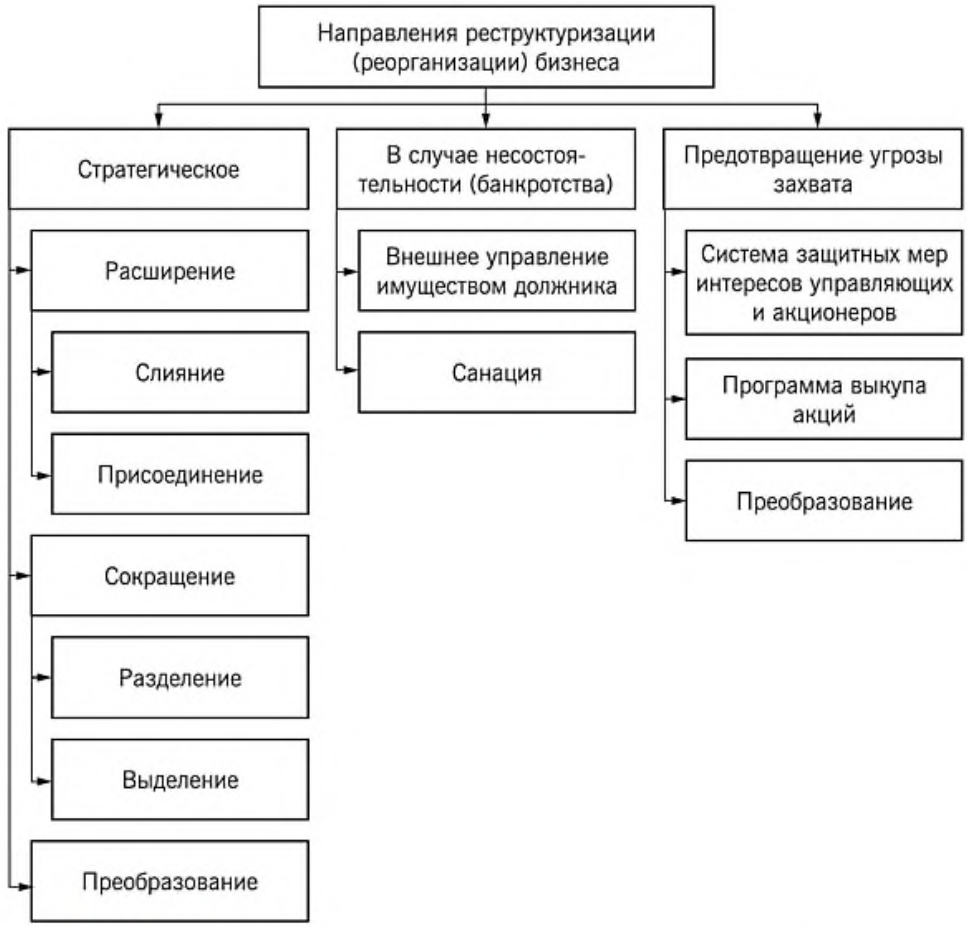


Рис. 14.1. Направления реструктуризации (реорганизации) бизнеса

Целью **расширения** является увеличение стоимости акционерного капитала за счет:

- приобретения действующих предприятий (легче приобрести контроль за действующим предприятием, чем создать новое);
- получения управленческих, технологических, производственных выгод в случае объединения различных компаний (эффект дополнения, когда система восполняет недостающие элементы);

польз. №486952; dt: 1569490877, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490885, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- возможного эффекта диверсификации и снижения совокупного риска за счет объединения компаний различного профиля деятельности;
- синергического (системного) эффекта, который возникает в том случае, если свойства системы в целом превосходят простую сумму свойств отдельных ее элементов.

Слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних. Общества, участвующие в слиянии, заключают договор о слиянии, в котором определяется порядок и условия слияния, а также порядок конвертации акций каждого общества в акции и (или) иные ценные бумаги нового общества. Вопрос о реорганизации общества в форме слияния выносится на решение общего собрания акционеров обществ, участвующих в слиянии, выбирается совет директоров вновь возникающего общества.

Присоединением общества признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех прав и обязанностей другому обществу. Общества, осуществляющие объединение, заключают договор, в котором определяют порядок и условия присоединения, а также порядок конвертации акций присоединяемого общества. Вопрос о реорганизации в форме присоединения и об утверждении выносится на решение общего собрания акционеров. Все права и обязанности присоединяемого общества переходят к присоединяющему.

В мировой практике накоплен значительный опыт по реализации и оценке сделок по слиянию/присоединению. Данные сделки проводятся под контролем антимонопольного комитета и должны удовлетворять следующим условиям:

- в обмене с обеих сторон участвуют обыкновенные акции;
- запрещены условные платежи;
- компания, участвующая в сделке, должна иметь опыт работы как самостоятельная единица не менее 2 лет;
- поглощающая компания не должна избавляться от значительной доли активов присоединенной компании в течение 2 лет;
- для принятия решения требуется согласие, как правило, не менее $^2/_3$ акционеров.

Вместо слияния/присоединения компания может прибегнуть к покупке акций интересующей фирмы и получить контроль над ней; акции можно покупать постепенно, не вызывая повышения цен на них и не имея согласия акционеров.

Холдинговой компанией признается компания, в состав активов которой входят контрольные пакеты акций другого предприятия, причем дочернее предприятие независимо от размера пакета его акций, принадлежащего холдинговой компании, не может владеть акциями холдинговой компании в какой бы то ни было форме.

Таким образом, достоинство холдинга в том, что он позволяет получить контроль над другой компанией при меньшем объеме инвестиций, чем при слиянии. Кроме того, акции можно скупать постепенно, не требуя согласия акционеров и не провоцируя информационный эффект объединения. Расширяя холдинговые компании, можно использовать эффект финансового рычага применительно к контролируемым активам и прибыли до определенного предела, так как в определенный момент возникает сложность управления разветвленной компанией и распыление средств.

С юридической точки зрения материнская компания владеет акциями дочерней компании, ей не принадлежат активы дочерней компании и она, как правило, не несет ответственности по обязательствам дочерней компании, хотя может предоставлять гарантии по ним.

Зависимыми обществами считаются такие, деятельность которых контролируется основным и доля капитала основного общества составляет от 20 до 50%. Это обстоятельство

польз. №486952; dt: 1569490885, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490891, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

позволяет оказывать существенное влияние на решения, принимаемые в компании-эмитенте.

Целью **сокращения** является выбор стратегического направления развития компании с мобилизацией всех возможных внутренних резервов и привлечением внешних источников роста.

Разделением общества признается прекращение общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам. Совет директоров реорганизуемого в форме разделения общества выносит на решение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации общества в форме разделения, порядке и условиях этой реорганизации и порядке конвертации акций реорганизуемого общества в акции и (или) иные ценные бумаги создаваемых обществ. При разделении общества все его права и обязанности переходят к двум или нескольким вновь создаваемым обществам в соответствии с разделительным балансом.

Выделением общества признается создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества без прекращения последнего. Совет директоров реорганизуемого в форме выделения общества выносит на решение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации общества в форме выделения, порядке и об условиях осуществления выделения, о создании нового общества, возможности конвертации акций общества в акции и (или) иные ценные бумаги выделяемого общества и порядке такой конвертации, об утверждении разделительного баланса. При выделении из состава одного или нескольких обществ к каждому из них переходит часть прав и обязанностей реорганизованного в форме выделения общества в соответствии с разделительным балансом.

Преобразование общества в общество с ограниченной ответственностью или в производственный кооператив. При образовании общества к вновь возникшему юридическому лицу переходят все права и обязанности реорганизованного общества в соответствии с передаточным актом.

Вторая причина поиска источников внешнего роста предприятия — реорганизация предприятий неплатежеспособных, банкротов или предприятий, которые столкнулись с серьезными проблемами.

Несостоятельность (банкротство) предприятия считается имеющей место после признания факта несостоятельности арбитражным судом или после официального объявления о ней должником при его добровольной ликвидации. В соответствии с российским законодательством к должнику могут применяться процедуры:

- реорганизационные (внешнее управление имуществом должника, санация);
- ликвидационные (принудительная ликвидация предприятия-должника по решению арбитражного суда, добровольная ликвидация несостоятельного предприятия под контролем кредиторов);
- мировое соглашение.

Главная задача данного направления реструктуризации — сохранить предприятие как действующее.

Третье направление процесса реструктуризации — **предотвращение угрозы захвата** или сохранение собственности и контроля. Привлекательным для захвата являются только компании, имеющие потенциал «стоимостного разрыва».

Компания, которую хотят поглотить, имеет в своем распоряжении большой набор способов защиты от посягательств на ее независимость.

Гипотеза о защите интереса управленческого персонала гласит, что возводимые на пути захватов барьеры должны обеспечить занятость управленческих кадров и защиту интересов акционеров.

польз. №486952; dt: 1569490891, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490898, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Многие компании заключают со своим управленческим персоналом контракты на управление. В них предусматривается высокое вознаграждение за работу руководства. Эти контракты известны также под названием «золотой парашют». Их высокая стоимость увеличивает цену компании и может служить сдерживающим фактором при захвате.

Условие квалифицированного большинства при голосовании по вопросу о слиянии (75/80%) означает, что любые изменения в уставе утверждаются сверхбольшинством голосов. Вместо обычного большинства, необходимого для принятия решения по другим вопросам, в ситуации слияния для утверждения сделки может требоваться более высокая доля.

Предложение об обратном выкупе с премией — это предложение о выкупе компанией своих акций по цене, превышающей рыночную, — «зеленая броня». Эта премия может быть выплачена за счет акционерного капитала компании.

Превращение компании в частную может осуществляться за счет выкупа акций. Преобразование компании в частную посредством скупки акций означает изменение структуры собственности. Для этого используется большое количество инструментов. Наиболее распространенный — наличный расчет с бывшими акционерами и слияние компании открытого типа с частной корпорацией. Приватизация может осуществляться посредством выкупа акций за счет кредита, т.е. в сделке принимает участие третья сторона, а иногда и четвертая. При любом выкупе акций за счет кредита компания сталкивается с риском двух видов. Первый — коммерческий риск (может случиться так, что компания не будет развиваться по установленному ранее плану и денежные потоки, необходимые для обслуживания долга, окажутся меньшими, чем прогнозировалось). Второй вид риска связан с изменением процентных ставок (обычно кредит предоставляется на условиях плавающей ставки и объем платежей по нему изменяется вместе с колебаниями ставки, а следовательно, рост процентных ставок может значительно ухудшить положение компании или даже привести ее к краху).

Как правило, в качестве инициаторов выкупа выступают управляющие кампании с целью сохранения собственности и контроля, а также возможного приобретения компании или подразделения.

14.2. Рынок слияний и поглощений

Для достижения максимальной эффективности в процессе слияний и поглощений (M&A) покупатели и продавцы должны обладать пониманием объемов, условий и тенденций, существующих в сделках M&A, чтобы не позволить ввести себя в заблуждение сделками, о которых сообщается в средствах массовой информации. Для большинства сделок, касающихся частных компаний, требуются лишь ограниченные сообщения о смене владельца, цене продажи или стратегических целях. Люди обычно узнают только о самых крупных сделках, вовлекающих крупнейшие публичные компании. Однако такие сделки составляют лишь незначительный процент от общей активности в этой сфере и не могут обеспечить наблюдателя достоверной картиной рынка слияний и поглощений. Учитывая, что частные компании занимают достаточно большую часть общей активности по сделкам M&A, становится очевидным, что покупатели и продавцы должны понимать, как измерять и создавать стоимость такого бизнеса. Кроме того, для принятия обоснованных управленческих решений по M&A необходимо обладать исторической информацией и статистическими данными по перспективам подобных сделок. Интерес представляют данные о тенденциях на рынке слияний и поглощений, сопоставление сообщений о слияниях и поглощениях, распределение цены покупки и сообщения о M&A, а также способах оплаты.

польз. №486952; dt: 1569490898, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490904, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таким образом, всегда полезно знать, почему та или иная сторона рассматривает сделку по слиянию или поглощению. Это должно помочь потенциальному участнику сделки не только оценить силу переговорной позиции, но и структурировать предложения таким образом, чтобы они соответствовали финансовым, стратегическим и личным целям противоположной стороны. Наиболее распространенные мотивы продавцов и покупателей представлены в табл. 14.1.

Таблица 14.1
Традиционные мотивы продавцов и покупателей в сделках M&A

Мотивы продавцов	Мотивы покупателей
Наличие стратегических недостатков, которые не могут быть преодолены независимым бизнесом	Расширение ассортимента продукции или географических рынков. Диверсификация с целью минимизации риска
Слабая либо снижающаяся эффективность деятельности или растущие финансовые затруднения	Увеличение доходности и денежного потока через повышение дохода или сокращение затрат
Рыночные или отраслевые условия, создающие высокую цену продажи	Стремление улучшить возможности роста
Потребности владельцев, связанные с имущественным планированием	Расширение конкурентных преимуществ или устранение недостатков
Потребность в дополнительном капитале для финансирования роста	Предотвращение прихода на рынок конкурентов
Личное желание уйти из-за возраста, слабого здоровья, семейных проблем или усталости	Приобретение необходимой технологии или производственных мощностей оказывается более быстрым через расширение бизнеса изнутри
Отсутствие преемника, в том числе конфликты среди членов семьи и владельцев, либо потеря ключевых персон	Лучшее использование избыточного капитала или менеджмента

Информация по сделкам M&A в мировой экономике известна еще с конца 1800-х гг. в США, в начале 1900-х гг. Дж.П. Морганом была развернута бурная деятельность по консолидации бизнеса[1]. С тех пор по Соединенным Штатам прокатились несколько волн такого рода активности: первая волна совпала с экономическим подъемом 1960-х гг., затем последовала волна неоднозначных по последствиям реструктуризаций в 1980-е гг., и самая последняя, отличавшаяся грандиозным масштабом сделок, пришлась на конец 1990-х гг.

Европа тоже испытала мощный всплеск слияний и поглощений, чему способствовали такие разноплановые факторы, как введение единой валюты, перепроизводство во многих отраслях и попытки (не всегда успешные) повернуть европейские рынки капитала лицом к акционерам. Европейские «охотники за компаниями» проявляют неожиданную активность и в международных сделках.

Азиатские рынки по ряду причин пока меньше затронуты слияниями и поглощениями, хотя в Японии наблюдаются признаки усиления этой активности по мере восстановления японской экономики.

Несмотря на более чем 200-летнюю историю сделок по слиянию и поглощению, экономисты, политики и обычные люди не устают спорить о полезности слияний и поглощений для экономики. Однозначного ответа на этот вопрос нет и по сей день. Слияние может

[1] *Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление. 3-е изд., перераб. и доп. ; пер. с англ. М. : Олимп-Бизнес, 2008.

польз. №486952; dt: 1569490904, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490910, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

пойти на пользу акционерам как приобретающей, так и приобретаемой компании, но оказаться вредным для экономики в целом, если ведет к образованию монополии, ущемляющей интересы потребителей. Человек, потерявший работу в результате слияния, или город, лишившийся своего градообразующего предприятия, не сразу оправится от такого удара (а то и вовсе не оправится). С другой стороны, реальные улучшения в эффективности могут обернуться более высоким качеством и более низкой ценой товара. А экономика в целом становится более жизнеспособной, богатой на предпринимательские возможности и рабочие места, если ресурсы постоянно перетекают туда, где они способны принести большую отдачу.

Тем не менее всякий, кто планирует слияние или поглощение, должен осознавать непреложный факт: многие корпоративные приобретения не увеличивают стоимость для акционеров.

Это интересно

Обобщенные результаты десятков научных исследований, представленные в работе Т. Коупленда[1], свидетельствуют том, что больше всех выигрывают в результате торгов акционеры приобретаемых компаний, так как им достается в среднем 20% ценовой премии при дружественных слияниях и 35% — при враждебных поглощениях.

На долю акционеров покупающих компаний в среднем приходится очень незначительная прибыльность, статистически не отличимая от нуля.

Это не означает, что покупатели никогда не добиваются успеха после осуществления сделки или рынок всегда реагирует на такие сделки безразлично либо негативно. Однако это показывает, с каким сомнением инвесторы воспринимают шанс покупателя заработать на сделке какую бы то ни было прибыль сверх того, что он заплатил. Точно так же благоприятный первоначальный отклик рынка отражает всего лишь ожидание, что сделка в конце концов хотя и не сразу, но приведет к наращиванию стоимости.

Анализируя **рыночную реакцию ex ante**[2], можно обнаружить, что многие из исследованных сделок рынок расценил как выгодные для покупающих акционеров. Проблема в том, что в общей массе оказалось также много сделок, от которых рынок не ждал ничего хорошего. Отсюда и ничтожный средний эффект. Среди компаний-покупателей, чьи акции сразу после объявления сделки сильно изменились в цене (в ту или иную сторону), порядка 42% остались в выигрыше, а 58% проиграли.

Так какого же типа сделки порождают у рынка благоприятные ожидания? По наблюдениям исследователей, во всех случаях положительной реакции проявлялись следующие признаки.

Более существенный общий прирост стоимости. Шанс на успех компании-покупателя возрастает, когда сделка в целом демонстрирует реальный потенциал создания стоимости. Если сделка расценивается только как источник предполагаемых прибылей или убытков, акции покупателя падают в цене в 98% случаев[3]. Если же рынок усматривает в сделке долговечную «жизненную силу» — например подлинные синергетические преимущества — гораздо вероятнее, что покупатель, заплатив «справедливую» цену акционерам-продавцам, все же сумеет получить часть выгод для своих акционеров.

---

[1] *Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж.* Указ. соч.

[2] Ex ante — ожидаемый, предполагаемый (в экономической терминологии — об уровне сбережений, капиталовложений).

[3] *Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж.* Указ. соч.

польз. №486952; dt: 1569490910, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490936, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Более низкая ценовая премия. У покупателей, которые платят за компанию-мишень более низкую ценовую премию (менее 10%), втрое выше шанс испытать благоприятное движение цены акций после объявления о сделке. Более того, покупатели, приобретающие филиалы или подразделения других компаний, скорее встретят благоприятную реакцию рынка, нежели покупатели, приобретающие корпорацию целиком. Это может объясняться тем, что у филиалов и подразделений, как правило, нет рыночной цены акций, которая служила бы точкой отсчета в торгах; продавцы сами хотят осуществить сделку, а менеджеры — избавиться от проблемного предприятия; покупающая компания способна быстрее и эффективнее интегрировать в свой бизнес отдельное предприятие.

Покупатель отличается более высокой эффективностью. Компании, которые в основной деятельности демонстрируют финансовые результаты ниже среднеотраслевого уровня, добиваются меньших успехов при слияниях/поглощениях, нежели отраслевые лидеры. Так, компании-покупатели, чья рентабельность инвестированного капитала в течение 5 лет превышает среднеотраслевой показатель, чаще испытывает прирост цены акций после объявления сделки, тогда как у отстающих компаний акции чаще падают в цене.

Анализ результатов ex post[1], проведенный в конце 1980-х гг. Центром корпоративного лидерства компании McKinsey по изучению 116 программ поглощений в США и Великобритании, свидетельствует о том, что более чем в 60% случаев программы потерпели неудачу и только порядка 23% программ завершились успехом. Из 97 программ, которые удалось квалифицировать как явно успешные либо явно неудачные, наивысшая норма успеха (45%) выпала на те случаи, когда приобретающие компании покупали более мелкие фирмы из смежных областей бизнеса. К *мелким фирмам* можно отнести те поглощаемые компании, цена покупки акций которых составляла менее 10% рыночной стоимости компании-покупателя, а области бизнеса считаются смежными, если рынки компании-мишени и компании-покупателя совпадают. Когда же компания-мишень имела крупные размеры и принадлежала к несмежному бизнесу, доля успешных исходов составила лишь 14%.

В полном соответствии с результатами анализа **ex ante** проведенное исследование **ex post** тоже показало, что вероятность успеха слияния/поглощения очень сильно зависит от эффективности основного бизнеса приобретающей компании. Например, из 23 успешных программ в США сильный основной бизнес характерен для 92%.

Таким образом, как показывают наблюдения, прибыльный рост посредством слияний и поглощений не дается без труда, хотя некоторые покупатели и команды менеджеров благополучно с этим справляются. Однако гораздо чаще менеджеры обнаруживают, что их планы поглощений вызывают у инвесторов недоверие.

14.3. Технология проведения реструктуризации

Реструктуризация компании представляет собой целенаправленный процесс, в результате которого происходят количественные и качественные изменения в элементах, формирующих как имущественный комплекс компании, так и ее бизнес.

Суть методологии сводится к описанию возможных резервов увеличения стоимости компании и фиксации типовых процедур, направленных на увеличение стоимости компании. Суть концепции, предложенной консультантами McKinsey, изображена на рис. 14.2.

[1] Ex post — реализованный, реальный, фактический, осуществленный, сделанный (в экономической терминологии — об уровне сбережений, капиталовложений).

польз. №486952; dt: 1569490936, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490942, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

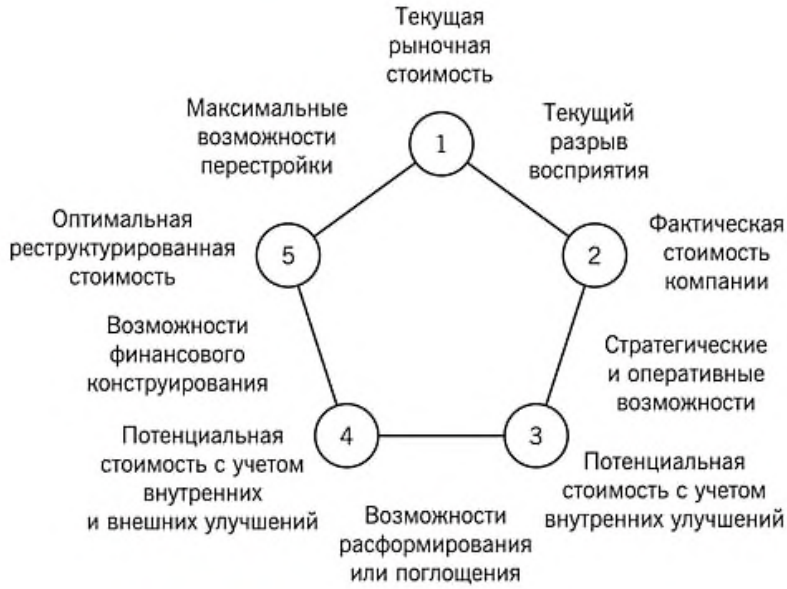


Рис. 14.2. Модель структурной перестройки

Понимая под объектом, подлежащим реструктуризации, компанию, можно сказать, что под реструктуризацией объекта в первую очередь будет пониматься изменение его структуры.

Под структурой понимается совокупность устойчивых связей объекта, обеспечивающих его целостность и тождественность самому себе, при этом структура является основой, позволяющей сохранить базисные свойства объекта в условиях внешних и внутренних изменений[1]. Элементы, образующие объект, выполняют определенные функции. Это могут быть функции, способствующие объединению элементов в целостную систему и способствующие ее успешному функционированию и развитию.

Структура объекта и функции образующих ее элементов взаимосвязаны и обусловливают друг друга. Исходя из этого изменение структуры объекта не должно приводить к изменению сути самого объекта. В результате реструктуризации компания должна сохранить свои основные свойства, претерпев при этом ряд внешних и внутренних изменений.

Следовательно, реструктуризация объекта представляет собой процесс изменения состава элементов, их функций, связей между ними при сохранении основных свойств объекта. Целью реструктуризации является изменение качественной специфики объекта в соответствии с заданными параметрами для более успешного ее функционирования.

Таким образом, **реструктуризация компании** представляет собой целенаправленный процесс, в результате которого происходят количественные и качественные изменения в элементах, формирующих как имущественный комплекс компании, так и ее бизнес, при этом данные изменения не являются частью повседневного делового цикла компании и направлены на увеличение ее стоимости.

Соответственно исходя из логики схемы можно выделить следующие направления работ в ходе реструктуризации:

- реструктуризация элементов, формирующих имущественный комплекс компании (реструктуризация активов и обязательств компании);

[1] Новая философская энциклопедия. В 4 т. ; редсовет: В.С. Степин., А.А. Гусейнов, Г.Ю. Семигин и др. М. : Мысль, 2010. Т. 3

польз. №486952; dt: 1569490942, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490954, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- реструктуризация элементов, формирующих бизнес компании (бизнес-единиц, формирующих компанию).

Работа в рамках указанных направлений проводится параллельно либо поэтапно. При этом реструктуризация элементов, формирующих имущественный комплекс компании (реструктуризация активов и обязательств компании), осуществляется на первом этапе работ по реструктуризации компании, реструктуризация элементов, формирующих бизнес компании (бизнес-единиц, формирующих компанию), — на втором.

После проведения работ по реструктуризации первого уровня можно получить потенциальную стоимость с учетом внутренних улучшений, после проведения работ по реструктуризации второго уровня можно получить потенциальную стоимость с учетом внутренних и внешних улучшений.

Условно схема реструктуризации компании представлена на рис. 14.3.

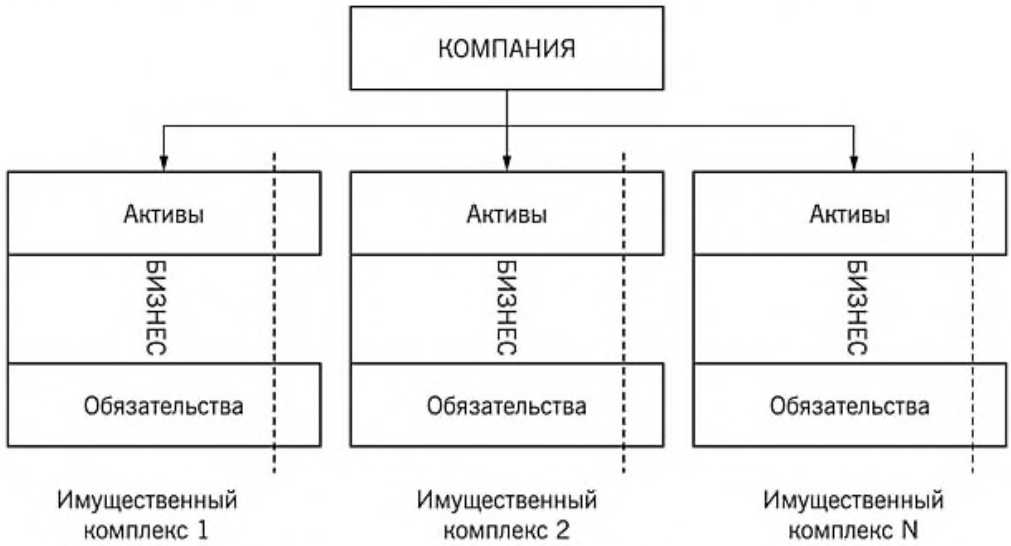


Рис. 14.3. Схема реструктуризации компании

На схеме штриховой линией выделяются активы и обязательства как объекты, подлежащие реструктуризации. Остающиеся объекты формируют бизнес-направления и подлежат реструктуризации как бизнес-единицы, формирующие компанию.

Объекты реструктуризации

Для того чтобы получить потенциальную стоимость с учетом внутренних улучшений, в качестве объектов реструктуризации выступают активы и обязательства компании. Для получения потенциальной стоимости с учетом внешних улучшений объектами реструктуризации будут являться бизнес-единицы[1] компании.

Под **реструктуризацией объекта** понимается изменение условий использования объекта с целью повышения экономической эффективности деятельности компании и (или) получение непосредственного экономического эффекта от мероприятий по реструктуризации.

[1] При этом возможно выделение отдельного направления работ по реструктуризации в части изменения организационной структуры и т.п. Необходимо понимать, что в рамках макроэкономического уровня объекты реструктуризации более масштабны. Объектом реструктуризации может быть экономическая система в целом, сегмент экономической системы, отрасль, финансово-промышленная группа, холдинговая компания, предприятие, организация и т.д.

польз. №486952; dt: 1569490954, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490954, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Реструктуризация активов — изменение условий использования активов с целью повышения экономической эффективности деятельности компании и (или) получение непосредственного экономического эффекта от мероприятий по реструктуризации.

Реструктуризация обязательств — изменение условий погашения обязательств с целью повышения экономической эффективности деятельности компании, а также получение непосредственного экономического эффекта от мероприятий по реструктуризации.

> Под **обязательствами** компании понимаются любые обязательства компании перед сторонними лицами, контрагентами, бюджетными и внебюджетными фондами, подлежащие реструктуризации (кредиторская задолженность), а также любые обязательства перед компанией сторонних лиц и иных контрагентов (дебиторская задолженность).

Проведение работ по реструктуризации позволяет получить результат, который может быть представлен следующим образом:

Эффект от реструктуризации компании = Экономический эффект от реструктуризации элементов, формирующих имущественный комплекс компании + Экономический эффект от реструктуризации элементов, формирующих бизнес компании

Представленный подобным образом результат поддается математическому расчету.

Экономический эффект от реструктуризации представляет собой результат реструктуризации, выраженный в виде суммы денежных или иных поступлений за вычетом затрат, связанных непосредственно с проведением реструктуризации.

При этом экономический эффект от реструктуризации по компании в целом представляет собой сумму эффектов от реструктуризации элементов, формирующих как компанию, так и ее бизнес:

Эффект от реструктуризации = Эффект от реструктуризации элемента A + Эффект от реструктуризации элемента B + ...+ Эффект от реструктуризации элемента N.

Исходя из экономической сущности издержек, связанных с процессом реструктуризации, предлагается использовать следующее понятие альтернативных издержек.

> Альтернативные издержки — затраты компании, связанные с наличием элемента издержек до момента его реструктуризации.

В данном случае возникает необходимость фиксации понятия капитализированных альтернативных издержек.

> Под капитализированными издержками понимаются капитализированные затраты, связанные с содержанием объекта реструктуризации.

Учитывая достаточно высокую степень неопределенности категории «альтернативные издержки», необходимо уточнить понятие экономического эффекта от реструктуризации и ввести категорию условного экономического эффекта.

польз. №486952; dt: 1569490954, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490964, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

> Условный экономический эффект представляет собой результат реструктуризации, выраженный в виде суммы денежных или иных поступлений и капитализированных альтернативных издержек за вычетом затрат, связанных непосредственно с проведением реструктуризации.

Данное определение не обладает универсальностью для всех объектов, подлежащих реструктуризации. Для получения наиболее точного результата использование определения возможно для изначально затратных объектов, например объектов социальной сферы, убыточных производств и т.п.

Условный экономический эффект целесообразно применять в качестве некой справочной величины, необходимость объективного наличия которой заключается в возможности корректировки управленческих решений.

Очевидно, что эффект от реструктуризации и условный эффект от реструктуризации могут представлять собой абсолютную и относительную величины.

Техника проведения реструктуризации

Выполнение работ по реструктуризации можно представить в виде следующих этапов работ.

1. Определяется перечень объектов, формирующих имущественный комплекс компании.
2. Выделяются объекты, подлежащие реструктуризации на первом уровне.
3. Осуществляется сбор информации по реструктурируемым объектам.
4. Выделяются первоочередные для работы объекты, реструктуризация которых принесет наибольший экономический эффект.
5. Выделяются объекты, подлежащие реструктуризации на втором уровне.
6. Осуществляется сбор информации по реструктурируемым объектам.
7. Выделяются первоочередные для работы объекты, реструктуризация которых принесет наибольший экономический эффект.

Выбор метода реструктуризации

Методы реструктуризации активов. В зависимости от возможных действий с объектами, подлежащими реструктуризации, методы реструктуризации активов можно объединить в следующие группы: методы, связанные с отчуждением актива; методы, связанные с фиксацией актива на балансе. В рамках каждой из обозначенных групп выделяются методы реструктуризации (рис. 14.4).

Методы реструктуризации обязательств устанавливаются в зависимости от сущности объекта. Очевидно, что задачи реструктуризации дебиторской и кредиторской задолженности различаются. По отношению к дебиторской задолженности задачей реструктуризации является достижение максимального экономического эффекта путем получения максимально возможной суммы от права требования. По отношению к кредиторской задолженности задачей реструктуризации является достижение максимального экономического эффекта путем минимизации издержек, связанных с ее погашением.

Необходимо отметить, что отсрочка или рассрочка платежей по кредиторской задолженности по сути представляет собой получение дополнительного заемного финансирования, необходимого для повышения стоимости компании путем реализации инвестиционных проектов. Финансовый смысл реструктуризации кредиторской задолженности посредством отсрочки или рассрочки долга с позиции кредитора заключается в том, что для него текущая стоимость более ненадежных поступлений по нереструктурированному долгу должна быть равна текущей стоимости более надежных поступлений по реструктурированному

польз. №486952; dt: 1569490964, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490969, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

долгу, если высвобождаемые в результате реструктуризации для заемщика средства будут использованы рационально и позволят заемщику заработать реальные деньги, которые можно будет направить на погашение отсроченного (рассроченного) долга.



Рис. 14.4. Методы реструктуризации активов

Таким образом, по отношению к дебиторской задолженности методами реструктуризации являются: продажа, переуступка права требования, погашение с дисконтом, отсрочка или рассрочка, списание, взаимозачет. По отношению к кредиторской задолженности методы реструктуризации — списание, отсрочка или рассрочка долга с последующим списанием, признание задолженности недействительной и т.п. (рис. 14.5).

Проведенный анализ методов реструктуризации показал объективную необходимость выполнения следующих действий:

1) осуществление четкой идентификации компании как объекта реструктуризации;
2) фиксация этапов, направлений реструктуризации и определение методов реструктуризации в зависимости от выбранных направлений реструктуризации;
3) определение влияния методов реструктуризации на изменение стоимости компании через реструктуризацию элементов, формирующих имущественный комплекс компании, и реструктуризацию элементов, формирующих бизнес компании;
4) определение алгоритма действий в части выбора варианта реструктуризации, способного принести наибольший экономический эффект и тем самым оказать существенное влияние на увеличение стоимости компании.

На основании изложенного предлагается следующая схема реструктуризации компании (рис. 14.6).

Активы представляют собой совокупность элементов A_1, A_2, A_3, …, A_n для первого имущественного комплекса и A'_1, A'_2, A'_3, …, A'_n для второго имущественного комплекса. Обязательства представляют собой совокупность элементов O_1, O_2, O_3, …, O_n для первого имущественного комплекса и O'_1, O'_2, O'_3, …, O'_n для второго имущественного комплекса.

польз. №486952; dt: 1569490969, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

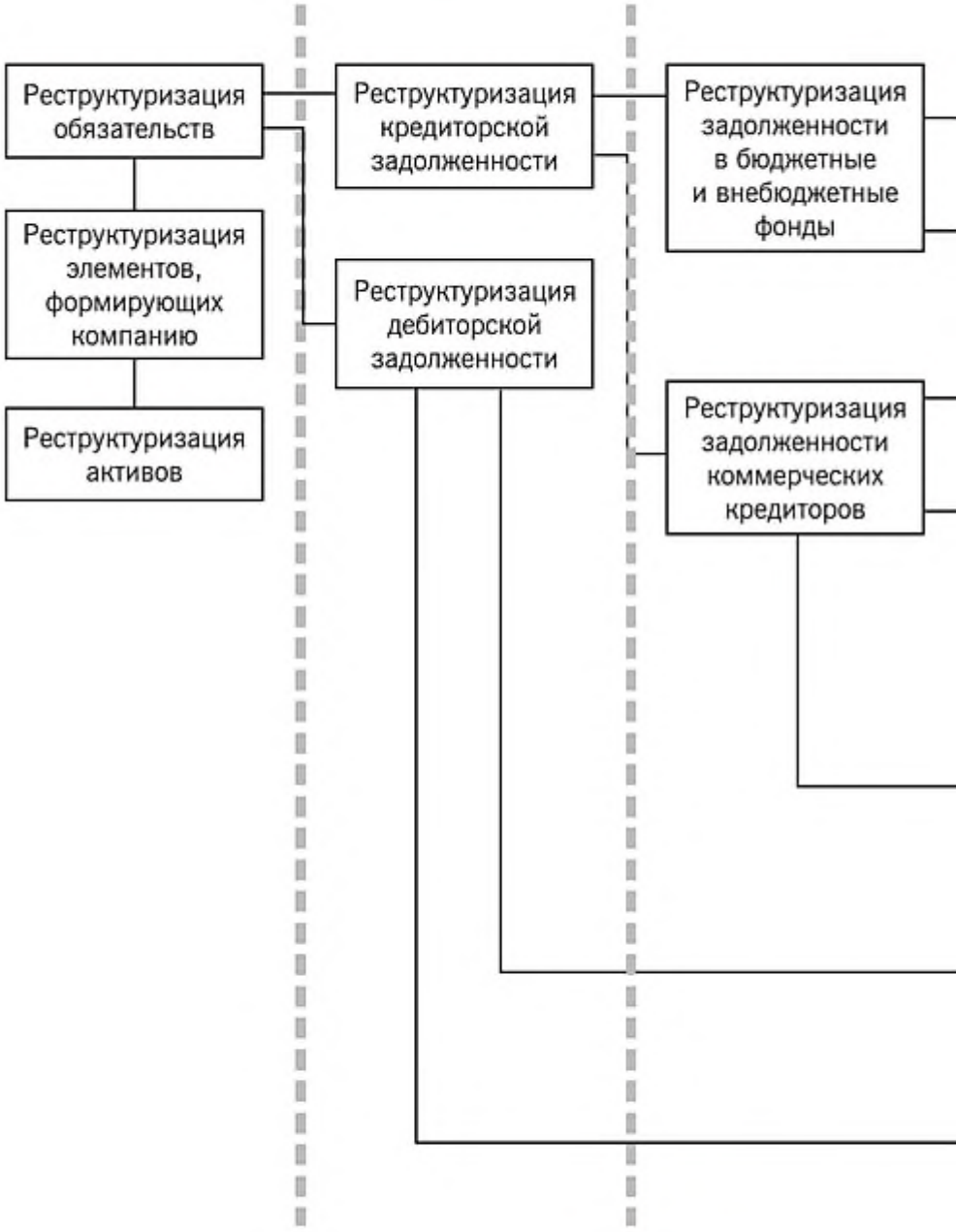


Рис. 14.5. Методы реструк

польз. №486952; dt: 1569490975, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490975, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

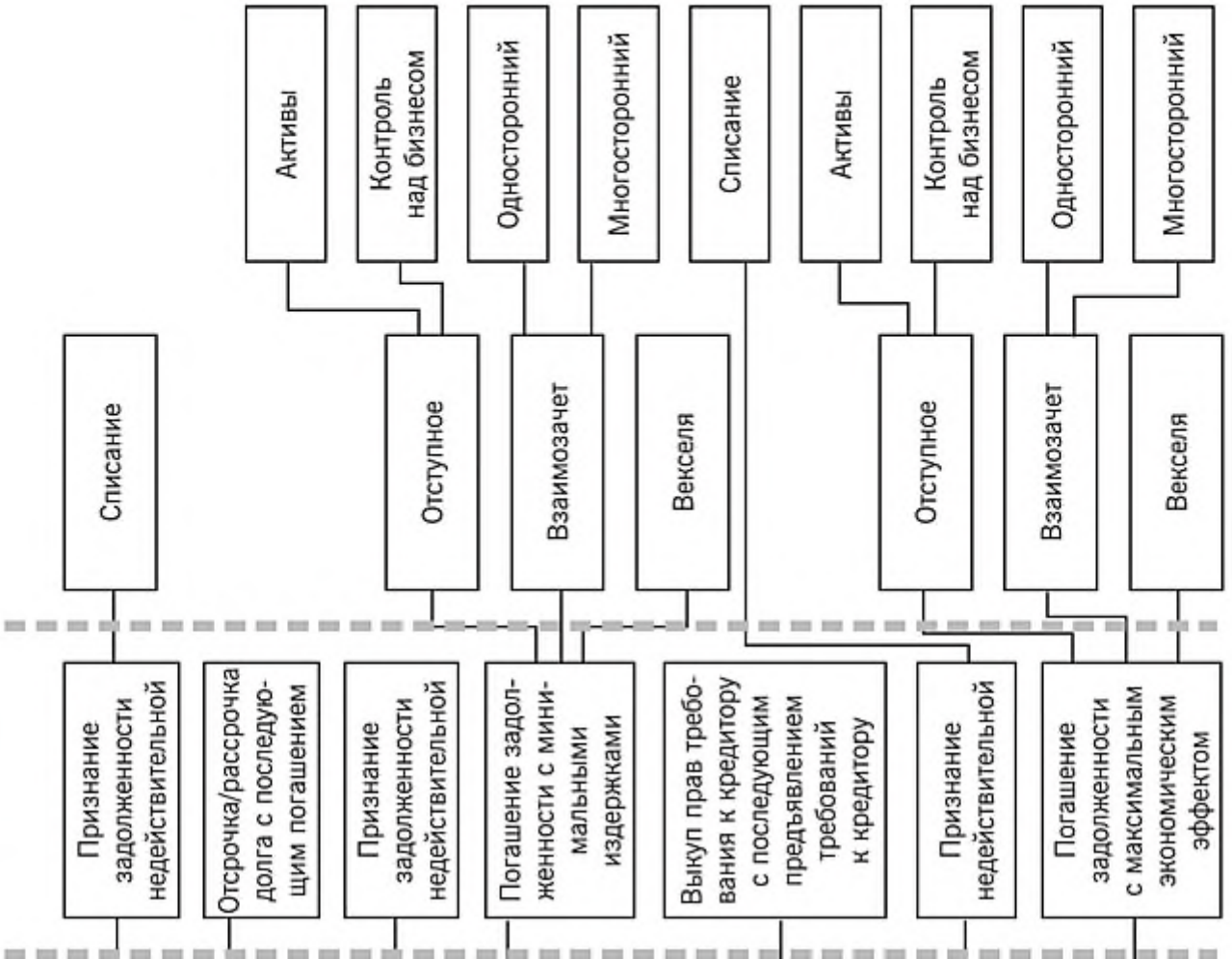


Рис. 14.3. Способы реструктуризации обязательств

польз. №486952; dt: 1569490985, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

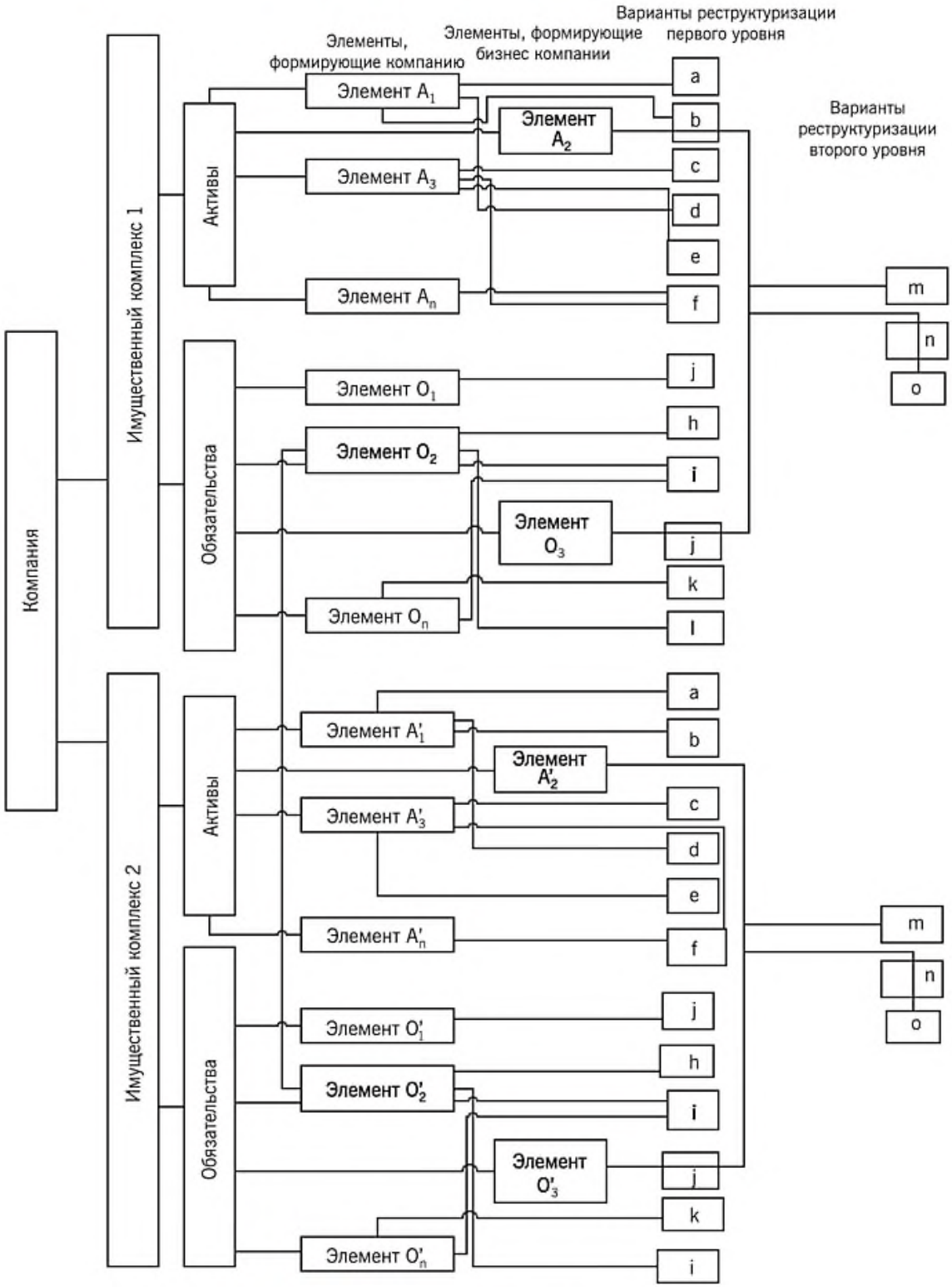


Рис. 14.6. Схема реструктуризации компании

польз. №486952; dt: 1569490985, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490990, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

На схеме (см. рис. 14.6) обозначенная совокупность элементов A_2 и O_3 для первого имущественного комплекса и совокупность элементов A'_2 и O'_3 для второго имущественного комплекса являются бизнес-единицами, подлежащими реструктуризации второго уровня, остальные элементы являются разрозненными, не участвующими в формировании основного дохода и подлежат реструктуризации первого уровня.

Ранее проработанный аналитический материал позволяет выделить следующие методы реструктуризации активов: сдача в аренду, консервация, ликвидация, реализация, списание (в схеме методы обозначены как a, b, c, d, e, f). В рамках реструктуризации обязательств: списание, отступное, взаимозачет, выпуск векселей (в схеме методы обозначены как j, h, i, j, k, l). В рамках реструктуризации элементов, формирующих бизнес компании: слияния и поглощения, выделение, ликвидация (в схеме методы обозначены как m, n, o).

Каждый из названных методов на данной схеме буквенно обозначен как a, b, c, d, e, f, j, h, i, j, k, l, m, n, o. Очевидно, что методы будут иметь одинаковое наполнение для первого и второго имущественных комплексов.

По отношению к элементу A_1 возможно применение методов a, b, d, по отношению к элементу A_2 — методов m, o, по отношению к элементу O'_1 — метода j и т.д. Очевидно, что из совокупности методов необходимо выделить те, которое приносят максимальный эффект и, следовательно, оказывают существенное влияние на стоимость компании.

Критерием будет являться экономический эффект ($Э_1$, $Э_2$, …, $Э_n$) от применения метода реструктуризации (a, b, c, d, e и т.д.) в части реструктуризации элементов, формирующих компанию или ее бизнес (A_1, A_2, A_3, …, A_n, A'_1, A'_2, A'_3, …, A'_n, O_1, O_2, O_3, …, O_n, O'_1, O'_2, O'_3, …, O'_n. В расчете экономического эффекта при применении того или иного метода участвует доход от реструктуризации (в виде единовременного получения любого рода актива, выраженного в денежной или материальной форме) (X_1, X_2, …, X_n), и затраты, связанные с действиями в части реструктуризации (представленные в виде единовременного платежа либо в виде серии платежей, «распыленных» в определенном временном промежутке) (C_1, C_2, …. C_n), временной период (время, необходимое для полного завершения действий по обозначенному варианту реструктуризации).

Ниже приведен формульный расчет совокупности экономических эффектов от совершения действий в области реструктуризации по отношению к различным элементам, формирующим компанию с учетом фактора текущей стоимости денежной единицы во времени по отношению к затратам, связанным с проведением реструктуризации.

Эффект от реструктуризации A_1

$$Э_a = X_a \times \frac{1}{(1+R)^t} - \sum_{n=1}^{n=\infty} \frac{C_a}{(1+R)^t};$$

$$Э_b = X_b \times \frac{1}{(1+R)^t} - \sum_{n=1}^{n=\infty} \frac{C_b}{(1+R)^t};$$

$$Э_d = X_d \times \frac{1}{(1+R)^t} - \sum_{n=1}^{n=\infty} \frac{C_d}{(1+R)^t}.$$

польз. №486952; dt: 1569490990, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569490996, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Эффект от реструктуризации O_1	$Э_d = X_d \times \frac{1}{(1+R)^t} - \sum_{n=1}^{n=\infty} \frac{C_d}{(1+R)^t};$
Эффект от реструктуризации A`З	$Э_c = X_a \times \frac{1}{(1+R)^t} - \sum_{n=1}^{n=\infty} \frac{C_c}{(1+R)^t};$ $Э_f = X_a \times \frac{1}{(1+R)^t} - \sum_{n=1}^{n=\infty} \frac{C_f}{(1+R)^t}.$

При реструктуризации элемента A в части выбора методов реструктуризации a, b, d в случае, если соблюдаются следующие условия:

$$Э_a = X_a \times \frac{1}{(1+R)^t} - \sum_{n=1}^{n=\infty} \frac{C_a}{(1+R)^t} > Э_b = X_b \times \frac{1}{(1+R)^t} - \sum_{n=1}^{n=\infty} \frac{C_b}{(1+R)^t};$$

$$Э_b = X_b \times \frac{1}{(1+R)^t} - \sum_{n=1}^{n=\infty} \frac{C_b}{(1+R)^t} > Э_d = X_d \times \frac{1}{(1+R)^t} - \sum_{n=1}^{n=\infty} \frac{C_d}{(1+R)^t}.$$

Методом реструктуризации, приводящим к наибольшему увеличению стоимости компании, является метод реструктуризации «a», так как использование данного метода приводит к получению наибольшего экономического эффекта и соответственно к наибольшему увеличению стоимости компании.

Данный подход к определению наилучшего метода реструктуризации применим ко всей совокупности элементов, формирующих имущественный комплекс компании и ее бизнес.

14.4. Оценка поглощений

Оценка стоимости компании в целях реструктуризации подразумевает анализ совместимости объединяющихся фирм:

- анализ сильных и слабых сторон участников сделки;
- прогнозирование вероятности банкротства;
- анализ операционного (производственного) и финансового риска;
- оценка потенциала изменения чистых денежных потоков;
- предварительная оценка стоимости реорганизуемого предприятия.

Затраты на реорганизацию можно рассматривать как вариант капиталовложений: мы имеем стартовые затраты и ожидаемую в будущем прибыль (поток доходов). Независимо от того, расходует компания денежные средства или акции, она должна приложить все усилия, чтобы добиться оптимального распределения капитала и обеспечить в долгосрочном периоде благосостояние акционеров.

При оценке предполагаемого проекта реорганизации необходимо составить прогноз будущих денежных потоков, которые предположительно будут получены после завершения сделки.

При расчете денежных потоков должны быть учтены все синергические эффекты, так как нас интересует предельное влияние реорганизации.

польз. №486952; dt: 1569490996, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491003, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Синергический эффект — превышение стоимости объединенных компаний после слияния и суммарной стоимости компаний до слияния или добавленная стоимость объединения (2 + 2 = 5).

При сокращении (дивестициях) может иметь место эффект обратного синергизма: 4 – 2 = 3. Реализуемые активы могут представлять интерес для другой компании, и в итоге она готова заплатить за них высокую цену.

Синергия может проявляться в двух направлениях: **прямая и косвенная выгода.**

Прямая выгода — увеличение чистых активов денежных потоков, реорганизованных компаний. Анализ включает три этапа:

- оценка стоимости предприятия на основе прогнозируемых денежных потоков до реорганизации;
- оценка стоимости объединенной компании на основе денежных потоков после реорганизации;
- расчет добавленной стоимости (все расчеты проводятся на основе модели дисконтированных денежных потоков).

Добавленная стоимость объединения формируется за счет операционной, управленческой и финансовой синергии.

Операционная синергия — экономия на операционных расходах за счет объединения служб маркетинга, учета, сбыта. Кроме того, объединение может привести к упрочению позиции фирмы на рынке, получению технологического ноу-хау, торговой марки, что способствует не только снижению затрат, но и дифференциации выпускаемой продукции. Помимо экономии на затратах, дифференциации выпускаемой продукции, достигается экономия за счет эффекта масштаба (возможность выполнять больший объем работы на тех же производственных мощностях, что снижает в итоге средние издержки на единицу выпускаемой продукции).

Управленческая синергия — экономия за счет создания новой системы управления. Объединение предприятий может осуществляться на основе горизонтальной и вертикальной интеграции, а также путем создания конгломерата.

В любом случае целью объединения является создание более эффективной системы управления. Часто объектом для присоединения являются компании плохо управляемые, с нереализуемым потенциалом стоимости. В этом случае у предприятия есть два варианта развития: повышение качества управления без реорганизации или создание новой управленческой культуры на базе объединения. Первый вариант труднореализуем без смены управленческого персонала; второй, как правило, основан на упрочении управленческой культуры эффективно работающей компании.

Финансовая синергия — экономия за счет изменения источников финансирования, стоимости финансирования и прочих выгод. Сам факт объединения компаний может вызвать информационный эффект, в результате чего стоимость акций возрастает (при этом реальных экономических преобразований еще не осуществлялось). Слияния/присоединения могут усилить интерес к компании со стороны потенциальных инвесторов и обеспечить дополнительные источники финансирования. Повышение цены акции (даже фиктивное, в результате информационного эффекта) может повысить надежность компании в глазах кредиторов, что косвенно повлияет как на структуру, так и на стоимость задолженности. Данный вид синергии ведет не к приросту денежных потоков, а к снижению риска инвестирования с точки зрения внешних пользователей. Реорганизация (особенно преобразование) может привести также к налоговым преимуществам.

польз. №486952; dt: 1569491003, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491009, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Процесс оценки эффективности реорганизации может оказаться легче оценки нового инвестиционного проекта, так как объединяются действующие предприятия.

Прогнозы объема продаж, издержек, как правило, бывают основаны на результатах прошлых лет, следовательно, они более точные.

Косвенная выгода — акции объединенной компании могут стать более привлекательными для инвестора и их рыночная стоимость возрастет. Информационный эффект от слияния в сочетании с перечисленными видами синергии может вызвать повышение рыночной стоимости акций и мультипликатора P/E. Поскольку целью финансового управления акционерного общества является повышение благосостояния акционеров, а следовательно, прибыли на акцию, рассмотрим данный аспект подробнее.

Пример

Компания X рассматривает вопрос о возможности слияния с компанией Y.

Показатель	Компания X	Компания Y
Чистая прибыль	5000	2500
Количество обыкновенных акций	2500	1500
Прибыль на акцию	2,0	1,67
P/E	10	7
Цена одной акции	20	11,7

Общества, участвующие в слиянии, определяют порядок конвертации акций каждого общества в акции и (или) иные ценные бумаги нового общества:

$$\text{Меновое соотношение} = \frac{\text{Рыночная цена акции} \times \text{Число предложенных акций поглощающей компании}}{\text{Рыночная цена акции поглощаемой компании}}.$$

По условию нашего примера рыночная цена акции компании X равна 20, компании Y — 11,7, меновое соотношение будет равно 0,585.

Компания X должна обменять 0,585 своей акции у компании за 1 акцию компании Y. Однако такие условия обмена могут не заинтересовать акционеров компании Y. Допустим, акционеры компании Y согласны на условия обмена исходя из рыночной цены акций компании Y = 12. В этом случае за каждую акцию компании Y необходимо передать 0,6 акций компании X, для чего требуется выпуск дополнительно 900 обыкновенных акций компании X. Финансовые показатели компании «X + Y» после слияния будут следующие:

Показатель	Компания «X + Y» после слияния
Чистая прибыль (при слиянии данные финансовых отчетов суммируются)	7500
Количество акций	3400
Прибыль на акцию	2,2

Исходя из предположения, что прибыль сливающихся компаний осталась без изменения, общая прибыль на акцию в результате объединения повысилась. Однако акционеры компании Y получили 0,6 акций компании X, а следовательно, могут рассчитывать и на соответствующую долю прибыли (0,6 × 2,2) = 1,32, что уступает исходному значению прибыли до слияния (1,67). Мультипликатор P/E по условиям сделки был равен 7,18 (12 / 1,67 = 7,18), что превышает исходное

польз. №486952; dt: 1569491009, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491015, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

значение (7). Соотношение 7,18/7, несмотря на снижение прибыли на акцию, может в долгосрочной перспективе свидетельствовать о возможном увеличении дохода на акцию после слияния (косвенная выгода).

Снижение («размывание») прибыли на акцию для акционеров компании X произойдет в том случае, если соотношение P/E по акциям компании Y превысит исходное соотношение P/E по акциям компании X.

Возможные последствия реструктуризации на прибыльность акционерного капитала рассчитываются по следующим параметрам:

- изменения прибыли на акцию исходя из менового соотношения;
- изменение мультипликатора P/E как индикатора возможных краткосрочных перспектив;
- размеры сливающихся компаний: как правило более крупная компания имеет значение мультипликатора P/E выше, а следовательно, до определенного предела (рыночная цена обмена) результатом слияния будет повышение общей прибыли на акцию.

Чем больше значение мультипликатора P/E поглощающей компании по сравнению с аналогичным показателем поглощаемой компании и различие в объемах получаемой прибыли, тем значительнее увеличение мультипликатора P/E поглощающей компании в результате слияния.

Если ориентироваться на краткосрочную перспективу, то многие сделки по слиянию приводят к «разводнению» прибыли на акцию и с этой точки зрения будут признаны неэффективными. Однако разводнение может быть компенсировано, если различие в темпах роста прибыли между двумя компаниями значительное, а цена, выплачиваемая с учетом большего значения мультипликатора P/E, рассматривается как инвестиции, рассчитанные на несколько лет.

Эмпирические данные о влиянии поглощения на ценность свидетельствуют (как уже отмечалось в 14.2.) о том, что акционеры компаний-мишеней при поглощении оказываются явными победителями, так как они зарабатывают повышенную избыточную доходность не только во время объявления о приобретении, но и в течение нескольких недель после него.

> **Избыточная доходность** представляет собой доходы сверх ожидаемых, которые должны быть созданы инвестициями после корректировки с целью учета риска и особенностей рынка.

Дженсен и Рубек (Jensen and Ruback, 1983) сделали обзор 13 исследований, посвященных доходам во время объявлений о приобретениях, и сообщили, что избыточная средняя доходность акционеров компании-мишени при успешном тендерном предложении составляет 30%, а при успешном слиянии — 20%.

Исследования 663 тендерных предложений, проведенные Джерреллом, Брикли и Неттером (Jarrell, Brickey and Netter, 1988), также отметили рост курса акций целевых фирм (компаний-мишеней) перед объявлением о поглощении, что указывает либо на чрезмерную восприимчивость финансового рынка, либо на просачивание информации относительно будущих сделок.

Некоторые попытки поглощения провалились либо из-за аннулирования предложения покупающей стороной, либо потому, что целевая фирма сумела «отбиться» от поглощения. Анализ влияния провалов поглощения на акционеров целевой фирмы показал, что в то время как первоначальная реакция на сообщение о провале была отрицательной — хотя это и статистически незначимо — большое число целевых фирм, поглощаемых в течение

польз. №486952; dt: 1569491015, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491021, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

60 дней после провала первого поглощения, в конечном счете зарабатывали большие избыточные доходы (55—60%).

Влияние сообщений о поглощении на курс акций покупающей фирмы не столь однозначно. Дженсен и Рубек сообщают, что избыточный доход акционеров покупающей фирмы в период тендерного предложения составляет порядка 4%, а в период слияния является нулевым. Другие исследования показывают, что приблизительно половина всех покупающих фирм во время сообщений о поглощении зарабатывают отрицательный избыточный доход, что наводит на мысль о во многих случаях скептическом отношении акционеров к воспринимаемой стоимости поглощения[1]. Как показывают исследования, при наличии конкурирующего покупателя на протяжении 180 операционных дней после соответствующего объявления наблюдается значительный отрицательный избыточный доход (приблизительно 8%) у акционеров покупающей фирмы, проигрывающих покупателю-конкуренту, и никакого избыточного дохода в случае его отсутствия.

Эмпирические данные о синергии свидетельствуют, что синергия является основным мотивом многих слияний и приобретений[2]. Несколько исследований было посвящено вопросу, существует ли синергия вообще и если существует, то сколько она стоит. Если предполагается, что при поглощении возникает синергия, то ценность объединенной фирмы должна превышать сумму ценностей покупающей и покупаемой фирм, действующих независимо друг от друга:

$$V(AB) > V(A) + V(B),$$

где V(AB) — ценность фирмы, созданной в результате объединения A и B (синергия);
V(A) — ценность фирмы A, действующей независимо;
V(B) — ценность фирмы B, действующей независимо.

Исследования доходности акций в период объявления о слияниях обычно содержат вывод, что в большинстве поглощений ценность объединенной фирмы возрастает, причем этот рост является значительным. Однако комментировать этот результат необходимо с осторожностью, поскольку возрастание ценности объединенной фирмы после слияния согласуется также и с некоторыми другими гипотезами, объясняющими приобретения, к которым относится недооценка и изменение в корпоративном контроле.

Эмпирические данные о ценности контроля[3]. Более сильная причина существования рынка для корпоративного контроля заключается в видах фирм, обычно приобретаемых при враждебных поглощениях. Исследования показывают, что типичная компания-мишень при враждебном поглощении обладает следующими свойствами:

- имеет недооцененные акции относительно отрасли и на фоне рынка в целом, что выражается в доходе ее акционеров в году, предшествующем поглощению;
- в году, предшествующем поглощению, она была менее прибыльной, чем фирмы из ее отрасли;
- вложения инсайдеров в ее акции были гораздо меньше, чем в аналогичных фирмах.

Сравнивая целевые фирмы при враждебном и дружественном поглощениях, следует отметить ряд различий. Так, целевые фирмы при враждебном поглощении имели доход на акцию в среднем на 2,2% ниже, чем другие фирмы в отрасли, а доход их акционеров

[1] *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов ; пер. с англ. М. : Альпина Бизнес Букс, 2009.

[2] Там же.

[3] Там же.

польз. №486952; dt: 1569491021, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491028, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

был на 4% ниже рыночного, и только 6,5% их собственного капитала находилось в руках инсайдеров.

Существуют также данные, согласно которым после враждебного поглощения фирмы проводят значительные изменения в характере функционирования[1].

Это интересно

После многих враждебных поглощений последовало увеличение долга, вызвавшее утяжеление долгового бремени. Однако долг быстро снижен за счет поступлений от продажи активов.

В объеме капитала, инвестированного в эти фирмы, не произошло никаких серьезных изменений.

После почти 60% поглощений последовали крупные изъятия капиталовложений, при которых половина или более фирм были ликвидированы. Подавляющее большинство изъятий капиталовложений было осуществлено из долевых вложений в сферах бизнеса, не связанных с основным бизнесом компании (т.е. они были направлены против корпоративной диверсификации, осуществленной в прошлые периоды).

В 17 из 19 случаев враждебных поглощений произошли значительные изменения в менеджменте с полной его заменой в 7 случаях.

Таким образом, вопреки популярному взгляду после большинства враждебных поглощений покупатель не лишает целевую фирму ее активов и не доводит ее до уничтожения. Вместо этого целевые фирмы меняют свою основную сферу бизнеса, а их функционирование часто улучшается.

Контрольные и дискуссионные вопросы и задания

1. Каковы основные направления деятельности компании при разработке программы реструктурирования?
2. Какова сравнительная характеристика базовых операционных стратегий (лидерство по затратам, дифференциация)?
3. Какие причины вызывают необходимость поиска внешних факторов бизнеса?
4. В чем заключается суть процесса реструктуризации долга Российской Федерации? Какое влияние данный процесс оказывает на развитие экономики нашей страны и стран мирового сообщества?
5. Обозначьте основные методы реструктуризации долгосрочных финансовых вложений. Укажите специфику оценки в зависимости от выбранного метода. Сформируйте подход в части выбора наиболее оптимального метода.
6. Обозначьте основные методы реструктуризации непрофильного бизнеса. Укажите специфику оценки в зависимости от выбранного метода. Сформируйте подход в части выбора наиболее оптимального метода.
7. Обозначьте основные методы реструктуризации дебиторской задолженности. Укажите специфику оценки в зависимости от выбранного метода. Сформируйте подход в части выбора наиболее оптимального метода.
8. Обозначьте основные методы реструктуризации кредиторской задолженности. Укажите специфику оценки в зависимости от выбранного метода. Сформируйте подход в части выбора наиболее оптимального метода.

[1] Там же.

польз. №486952; dt: 1569491028, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491033, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

9. Каково экономическое содержание синергетического эффекта реорганизации?
10. Какие причины сдерживают процесс реструктурирования российских компаний?

Ключевые термины

- Внутренние и внешние факторы развития бизнеса.
- «Лидерство по затратам».
- Стратегия «Дифферециация».
- Стоимостной разрыв.
- Слияние.
- Присоединение.
- Реструктуризация.
- Экономический эффект от реструктуризации.
- Методы реструктуризации.
- Синергетический эффект.

Ключевые функции Bloomberg

GLCO — Мировые цены на сырьевые товары.
FXC — Матрица валютных курсов.
ECFC — Экономические прогнозы.
ECST — Мировая экономическая статистика.
LOIS — Монитор ликвидности 3-m спред LIBOR-OIS.
WEI — Мировые фондовые индексы.
MOST — Наиболее активные бумаги.
FXIP — Информационный портал валют.
CBQ — Обзор рынка по стране.
IBQ — Анализ индустрии.

польз. №486952; dt: 1569491033, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491034, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 15

Транснациональные корпорации на мировом финансовом рынке

Изучив данную главу, вы:

- познакомитесь с организационной структурой мирового финансового рынка, особенностями и принципами деятельности транснациональных корпораций, основными стратегиями слияний и поглощений корпораций на мировом финансовом рынке;
- узнаете, почему начался процесс формирования транснациональных корпораций, поймете, в чем их преимущества перед национальными корпорациями, а также узнаете, почему транснациональные корпорации стали основными участниками мирового финансового рынка;
- узнаете, как классифицируются транснациональные корпорации, и сможете объяснить, в чем состоит их мотивация к интернационализации хозяйственной деятельности;
- поймете, как образом формирование и развитие транснациональной корпорации связано с функционированием всех секторов мирового финансового рынка, и сможете объяснить, почему финансовый менеджмент ТНК связан с изменениями на мировом финансовом рынке;
- узнаете, в чем состоят побудительные мотивы слияний и поглощений на мировом финансовом рынке, сможете классифицировать цели слияний и поглощений компаний, идентифицировать основные этапы слияний и поглощений;
- разберетесь также в инструментах финансирования сделок слияний и поглощений, формируемых на мировом финансовом рынке, их достоинствах и недостатках и узнаете, почему слияния и поглощения стали основной формой развития транснационального бизнеса компании в современной глобальной экономике.

15.1. Сущность, функции и особенности мирового финансового рынка

Основой *мировых финансов* являются мировые валютные (денежные) потоки, складывающиеся в процессе функционирования мирового хозяйства и обслуживающие взаимный обмен результатами деятельности национальных хозяйств. С этих позиций мировые финансы представляют собой *всеобъемлющую систему движения валютных потоков между участниками мирового финансового рынка (МФР)*. Мировые финансы — это фундаментальная экономическая категория, характеризующая процессы движения иностранной валюты в соответствии с решениями собственников — *участников мирового финансового рынка*. Мировые финансы обслуживают как сферу материального производства, так и сферы распределения, перераспределения обмена и потребления мирового валового внутреннего продукта (ВВП) и обеспечивают реализацию потребностей и интересов всех субъектов мирового хозяйства.

польз. №486952; dt: 1569491034, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491055, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В движении валютных потоков выделяются четыре стадии: *формирование, распределение, перераспределение, конечное использование*. Формирование валютных потоков осуществляется в виде валютной выручки участников МФР, в том числе *транснациональных корпораций* (*ТНК*), от реализации товаров и услуг на мировом рынке. Валютная выручка распределяется в соответствии с затратами факторов производства. В конечном счете ТНК получает валютную прибыль, распределение которой осуществляется с учетом интересов собственников. После первичного распределения начинается процесс перераспределения валютных потоков: взносы в различные международные организации и фонды как из национальных бюджетов государств, так и из валютных доходов юридических и физических лиц. Заключительной стадией цикла движения валютных потоков является их конечное использование.

Мировые финансы функционируют как *единая, целостная глобальная гиперсистема валютных потоков. Единство* мировых финансов выражается в том, что все валютные потоки тесно связаны друг с другом. Изменение любого из них влияет на другие. *Целостность* мировых финансов выражается в общей экономической природе валютных потоков: основные закономерности их развития едины. Целостность мировых финансов делает возможным международное движение капитала и способствует развитию *международных финансовых отношений. Глобальность* мировых финансов состоит в охвате ими всей мировой экономики. Они связаны со всеми национальными финансами, международными экономическими, политическими отношениями, структурами и институтами. Термин «*гиперсистема*» применяется к мировым финансам постольку, поскольку они характеризуют международную взаимосвязь национальных финансов, представляя собой структуру более высокого уровня.

Мировые финансы, как и любая другая гиперсистема, в значительной степени развиваются стохастически, т.е. неопределенным, непредсказуемым образом. Хотя определенные внутренние законы развития мировых финансов существуют, однако они крайне сложны. Кроме того, их внешние проявления непрерывно меняются. Поэтому любой прогноз развития мировых финансов описывает лишь вероятностный сценарий развития финансовых событий.

Мировые финансы всегда функционируют в *валютной форме*, поскольку любые решения в международной сфере связаны с движениями *валютных потоков*.

Функционирование мировых финансов тесно связано с развитием мировой финансовой системы.

> **Мировая финансовая система** — это форма организации и регулирования движения валютных потоков, закрепленная нормами международного права, международными и региональными соглашениями, а также национальными законодательствами стран-участниц мировой финансовой системы. Характер функционирования и стабильность мировой финансовой системы зависят от степени соответствия ее принципов структуре мирового хозяйства, интересам ведущих стран и общей расстановке политических сил.

Основными *функциями* мировой финансовой системы являются: унификация условий конвертируемости (обратимости) валют и системы платежей и расчетов; регламентация режимов валютных курсов и регулирование валютных ограничений; регулирование мировой валютной ликвидности; унификация международных правил кредитования, страхования, инвестирования и фондовых операций; создание международных финансовых организаций, призванных осуществлять все эти функции. Степень выполнения мировой финансовой системой своих функций оказывает основное влияние на движение валютных потоков.

польз. №486952; dt: 1569491055, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491062, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Мировой финансовый рынок — это форма движения мировых финансов в определенных параметрах мировой финансовой системы. Практически на мировом финансовом рынке осуществляется торговля разнообразными финансовыми продуктами и услугами — валютами, валютными ценными бумагами, международными инвестициями, иностранными кредитами, международными страховыми продуктами, а также производными финансовыми инструментами (деривативами) на все формы и виды продуктов и услуг МФР. *Продукты, инструменты и услуги мирового финансового рынка* представляют собой соответствующие договоры, в результате которых одновременно возникают валютные активы у одних участников рынка и валютные обязательства у других участников этого рынка. Ассортимент и разнообразие предлагаемых на МФР финансовых продуктов растут быстрыми темпами. Дело в том, что если мировой финансовый рынок не будет предлагать новых продуктов, то он быстро утратит динамизм и объемы.

В процессе функционирования мировой финансовый рынок выполняет ряд важных *функций*.

Во-первых, обеспечивая куплю-продажу финансовых продуктов и услуг, МФР выполняет функцию *аккумуляции валютных потоков в форме сбережений и их инвестирования*. Другими словами, мировой финансовый рынок соединяет сбережения с инвестициями рыночными методами купли-продажи. Благодаря мировому финансовому рынку сбережения инвестируются, т.е. превращаются в функционирующий капитал. На мировом финансовом рынке происходит продажа собственных средств одними участниками этого рынка — владельцами валютных сбережений и покупка этих средств другими участниками МФР — корпорациями, в том числе ТНК, физическими лицами, международными организациями.

Во-вторых, мировой финансовый рынок выполняет функцию *формирования цен валютных продуктов, инструментов и услуг*. Формирование цен на основе действия закона спроса и предложения — основная функция любого рынка. Но специфика выполнения этой функции мировым финансовым рынком состоит в том, что цена его валютного продукта или услуги — это величина дохода (дивиденда, процента, положительной курсовой валютной разницы, прибыли от международных инвестиций, страховых премий), которую покупатель валютного продукта (услуги) должен обеспечить его продавцу. Специфика формирования цены на мировом финансовом рынке состоит не только в действии рыночных законов спроса и предложения, но и в длительности срока отчуждения валютных средств у их владельцев. Чем дольше этот срок, тем выше цена продажи валютного продукта или услуги. Так, на МФР возникает зависимость между ценой валютного продукта и сроком отвлечения средств. Формирующаяся в результате действия закона равновесных цен цена валютного продукта (услуги) увязывает интересы инвестора сбережений с интересами их получателей.

В-третьих, важной функцией мирового финансового рынка является обеспечение *непрерывности движения валютных потоков и их регулирование*.

Структура мирового финансового рынка может быть определена в соответствии с рядом признаков:

1) по признаку занимаемого места в системе финансовых рынков;
2) по признаку видов продуктов и услуг, производимых и потребляемых на мировом финансовом рынке;
3) по возможностям регулирования и контроля совершаемых сделок;
4) по месту совершения сделок;
5) по институциональному признаку.

польз. №486952; dt: 1569491062, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491068, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

По признаку *занимаемого места в системе финансовых рынков* мировой финансовый рынок представляет собой финансовый рынок всех стран мира, или совокупность национальных финансовых рынков и международного финансового рынка (рис. 15.1). *Национальный финансовый рынок* — это отношения между участниками финансового рынка данной страны по поводу купли/продажи финансовых продуктов и услуг. Мировой финансовый рынок следует разграничивать с международным финансовым рынком. *Международный финансовый рынок*, обособившись от национальных в части проведения внешних (иностранных) операций, тесно связывает все национальные рынки и так же, как последние, представляет собой часть мирового финансового рынка. Именно международный финансовый рынок стал важным фактором глобализации всего мирового финансового рынка как гиперсистемы.

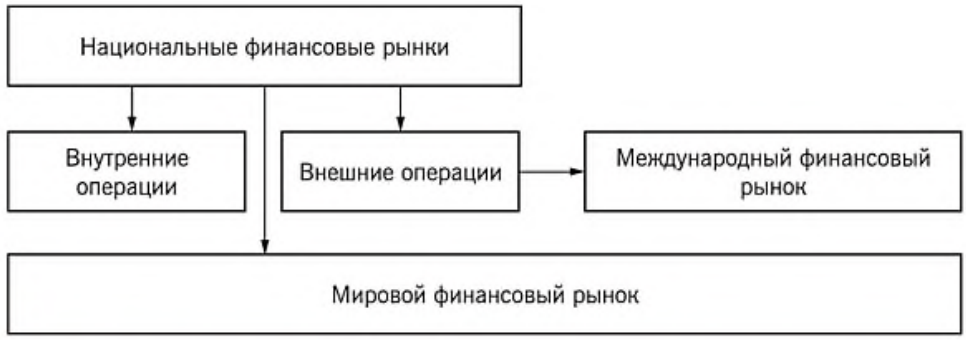


Рис. 15.1. Схема взаимосвязи национального, международного и мирового финансовых рынков

Следует иметь в виду, что участник национального финансового рынка автоматически не становится участником и пользователем ресурсов всего мирового финансового рынка. Он им становится, лишь начав работать на нем (внешние операции), либо в результате происходящих процессов интеграции национальных финансовых рынков в мировой. Несомненно, что мировой финансовый рынок значительно расширяет национальные в части возможностей и объемов привлечения внешних финансовых ресурсов участниками рынка. Именно этими особенностями мирового финансового рынка имеют возможность пользоваться транснациональные корпорации как его основные участники. Международный и соответственно мировой финансовый рынок тесно связаны с национальными в той их части, которая представляет собой внешние финансовые операции.

Участие национальных финансовых рынков в операциях международного финансового рынка определяется рядом факторов (табл. 15.1).

Локальные макроэкономические факторы, определяющие участие национальных финансовых рынков в функционировании мирового финансового рынка, не только отражают состояние национальной экономики, но и подтверждают готовность национального рынка интегрироваться в мировой финансовый рынок. Глобальные макроэкономические факторы отражают тенденции и перспективы развития мировой системы хозяйства, быстрая эволюция и интернационализация которой — основной фактор развития мирового финансового рынка. Наконец, геополитические факторы, направления которых вырабатываются мировым сообществом, отражают в основном интересы промышленно развитых стран.

Мировой финансовый рынок расширяет возможности национальных рынков, создавая условия для перелива валютных ресурсов между ними. При этом национальные финансо-

польз. №486952; dt: 1569491068, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491077, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

вые рынки не всегда могут обеспечить их участникам необходимое разнообразие валютных инструментов. Это позволяет определить мировой финансовый рынок как совокупность международного и национальных финансовых рынков.

Таблица 15.1
Классификация факторов, определяющих участие национальных финансовых рынков в операциях международного и мирового финансового рынка

1. Макроэкономические факторы		2. Геополитические факторы
1.1.1. Факторы экономического положения страны: • показатели национальной экономики; • показатели внешнего долга и резервов	1.2.1. Положение страны в мировой экономике: • показатели состояния платежного баланса	2.1. Заинтересованность ведущих стран мирового сообщества в интеграции страны в мировую экономику
1.1.2. Уровень развития национальной финансовой системы	1.2.2. Уровень развития международной валютной системы	2.2. Роль страны в международном разделении труда
1.1.3 Уровень организации финансового рынка и его сегментов	1.2.3. Уровень организации международного финансового рынка	2.3. Место страны в системе мирового хозяйства
1.1.4. Уровень развития института финансовых посредников	1.2.4. Развитие международных финансовых посредников	2.4. Уровень развития МЭО страны
1.1.5. Уровень либерализации налогообложения		2.5. Степень интеграции в мировую финансовую систему
1.1.6. Уровень либерализации движения капитала		2.6. Географическое положение
1.1.7. Стабильность национальной политической ситуации		2.7. Стабильность мировой геополитической ситуации
1.1.8. Периодичность пересмотра международного кредитного рейтинга		
1.1.9. Качество международного рейтинга платежеспособности		

По признаку продуктов и услуг, производимых и потребляемых на мировом финансовом рынке, его можно определить как систему взаимосвязанных и взаимозависимых сегментов, торгующих различными валютными продуктами, услугами и инструментами (рис. 15.2).

Различие сегментов мирового финансового рынка определяется спецификой валютных продуктов, услуг и инструментов, которые продаются и покупаются в соответствующем секторе этого рынка. Для *мирового валютного рынка* — это иностранные девизы (валюты) и валютные деривативы, для *мирового кредитного рынка* — иностранные кредиты и кредитные деривативы, для *мирового фондового рынка* — иностранные ценные бумаги и деривативы на иностранные ценные бумаги; для *мирового рынка инвестиций* — иностранные инвестиции; для *мирового страхового рынка* — иностранные операции страхования. Объединение всех сегментов в единую структуру мирового финансового рынка обусловлено единством процесса движения валютных потоков с учетом интересов их участников. Все секторы мирового финансового рынка обеспечивают свободу движения валютных потоков. Границы выделенных секторов МФР подвижны и взаимозависимы.

польз. №486952; dt: 1569491077, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491082, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

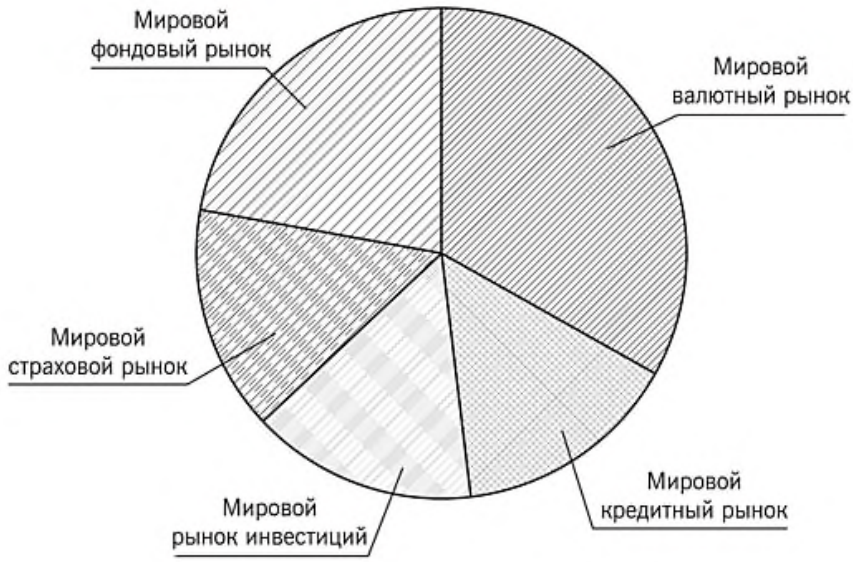


Рис. 15.2. Сегменты мирового финансового рынка

В последние 25 лет мировой финансовый рынок стал играть самостоятельную роль по отношению к товарным рынкам. Во многом это связано с возможностями таких новых валютных инструментов, как деривативы, являющиеся производными от базовых продуктов и услуг мирового финансового рынка. С одной стороны, деривативы создали условия для появления более эффективного механизма страхования рисков потерь по валютным курсам и курсам ценных бумаг, позволили перераспределять риски. Это способствует развитию товарных рынков, т.е. реального сектора мировой экономики. С другой стороны, деривативы открыли возможности для широкомасштабных финансовых спекуляций, которые превратились в наиболее выгодные операции мирового финансового рынка. Искусственное нагнетание в мировой хозяйственный оборот все новых спекулятивных ресурсов через операции мирового финансового рынка создает эффект «экономики мыльного пузыря», что продемонстрировали мировые финансовые кризисы 1994, 1997—1998, 2002 и 2008—2009 гг.

Структура мирового финансового рынка может быть представлена и с точки зрения *возможности регулирования и контроля* процессов купли/продажи его продуктов и услуг. Такая классификация позволяет выделить в структуре мирового финансового рынка биржевые, регулируемые сегменты и внебиржевые, нерегулируемые сегменты. Так, валютный и фондовый сегменты в современной структуре мирового финансового рынка существуют и как биржевые (до 10—12% всего объема сделок), и как внебиржевые (до 90% всего объема сделок, особенно по деривативам).

В структурировании мирового финансового рынка большое значение имеет *место совершения сделок*. В зависимости от этого критерия на мировом финансовом рынке можно выделить два сегмента, на которых осуществляются сделки МФР: мировые финансовые центры (Лондон, Нью-Йорк, Токио, Франкфурт, Цюрих, Сингапур, Гонконг) и офшорные зоны (острова Мэн, Кипр, Кайманы и др.).

С *институциональной* точки зрения мировой финансовый рынок — это совокупность его участников или субъектов. В свою очередь участников МФР можно поделить на несколько структурных групп в соответствии с выделенными классификационными признаками.

польз. №486952; dt: 1569491082, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491088, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

По *характеру участия* в операциях субъекты мирового финансового рынка можно разделить на две категории: 1) *прямые* (непосредственные) и 2) *косвенные* (опосредованные) участники. На биржевом секторе МФР к его прямым участникам относятся члены биржи, заключающие сделки за свой счет (дилеры) и (или) за счет и поручению клиентов (брокеры или маклеры). Клиенты, не являющиеся членами биржи, вынуждены обращаться к услугам брокеров. Они относятся к косвенным участникам. На внебиржевом международном финансовом рынке прямыми участниками являются крупнейшие маркет-мейкеры, а все остальные — косвенными.

По *целям и мотивам участия* в операциях мирового финансового рынка его участники делятся на хеджеров и спекулянтов, а последние — на трейдеров и арбитражеров. *Хеджеры* — участники мирового финансового рынка, страхующие валютные операции от нежелательного изменения курсов валют в будущем. *Спекулянты* — участники мирового финансового рынка, стремящиеся получить прибыль за счет разницы в курсовой стоимости валютных продуктов и инструментов, которая может возникнуть впоследствии. *Трейдеры* — участники мирового финансового рынка, пытающиеся использовать колебания курсов по одному или нескольким контрактам. Это достигается покупкой финансовых контрактов при ожидаемом повышении цены и продаже при ее обратном движении. Трейдеры способствуют повышению ликвидности рынка. *Арбитражеры* — участники мирового финансового рынка, извлекающие прибыль за счет одновременной купли и продажи одного и того же валютного инструмента. Арбитражер продает валютный продукт (инструмент) там, где он дороже, и покупает там, где дешевле. Ценовая разница составляет его прибыль. Своей деятельностью арбитражеры способствуют выравниванию курсов и цен, восстановлению паритетных соотношений доходности взаимосвязанных валютных инструментов в различных сегментах мирового финансового рынка.

По *типу инвесторов* можно выделить две основные группы участников мирового финансового рынка: частные и институциональные. *Частные инвесторы* — это физические лица, осуществляющие операции с валютными инструментами. Другой группой инвесторов на мировом финансовом рынке выступают *институциональные инвесторы*, основные из которых — транснациональные корпорации (ТНК) и транснациональные банки (ТНБ).

Развитие мирового финансового рынка характеризуется рядом *особенностей*.

Во-первых, огромные масштабы и ускоренные темпы роста мировых финансовых операций. В настоящее время объем этих операций исчисляется триллионами долларов США.

Во-вторых, отсутствие четких пространственных и временных границ функционирования мирового финансового рынка. Он работает непрерывно, преодолевая ограниченность часовых поясов в поисках оптимальных условий для совершения операций.

В-третьих, с институциональной точки зрения международный финансовый рынок — это совокупность финансовых учреждений, через которые осуществляется движение валютных потоков. К этим учреждениям относятся частные компании и банки, прежде всего транснациональные корпорации и транснациональные банки, фондовые биржи, государственные компании, правительственные и муниципальные органы, международные финансовые институты.

В-четвертых, доступ участников на мировой финансовый рынок ограничен. Основными участниками на этом рынке являются ТНК, ТНБ, правительства развитых стран, международные финансовые организации. Развивающиеся страны имеют ограниченные возможности в проведении операций на мировом финансовом рынке.

В-пятых, на мировом финансовом рынке используются в основном доллар США и евро. В 2014 году, по оценкам Европейской комиссии, на долю доллара США приходилось более 50% международных сделок, а евро — до 14—16%.

польз. №486952; dt: 1569491088, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491094, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В-шестых, одной из особенностей мирового финансового рынка является его универсальность. На нем осуществляются международные валютные, кредитные, фондовые, расчетно-платежные, гарантийные, страховые и прочие финансовые операции.

В-седьмых, для мирового финансового рынка характерны упрощенные, стандартизированные процедуры совершения сделок с использованием новейших компьютерных и информационных технологий. Например, международные торговые расчеты проводятся через систему SWIFT[1], торговля в фондовом секторе мирового финансового рынка ведется с использованием информационных систем «Рейтер», «Блумберг», «Интернет» и др.

Перечисленные особенности мирового финансового рынка показывают, что это чрезвычайно сложная система, в которой валютные (денежные) потоки участников обращаются самостоятельно, независимо от обращения реальных товаров. Этот рынок манипулирует различными валютными инструментами, обслуживается разнообразными участниками и располагает разветвленной инфраструктурой.

Суммируя сказанное выше, можно выделить следующие *функции* мирового финансового рынка:

- мобилизация временно свободных валютных ресурсов из разнообразных источников на мировом уровне;
- эффективное распределение мобилизованных валютных ресурсов между участниками мирового финансового рынка;
- определение наиболее доходных направлений инвестирования валютных ресурсов;
- формирование цен на валютные продукты и инструменты, объективно отражающих соотношение спроса и предложения на МФР;
- осуществление квалифицированного посредничества между продавцами и покупателями;
- формирование условий для минимизации финансовых рисков;
- ускорение оборота валютных потоков, способствующего развитию мирового хозяйства.

В современном развитии МФР можно выделить следующие *тенденции*: глобализация; интеграция и конвергенция; усиление международной конкуренции между участниками мирового финансового рынка; рост слияний и поглощений; вымывание посредничества и широкая специализация участников МФР; финансовая регионализация; отсутствие действенной, эффективной системы регулирования мирового финансового рынка.

Основной тенденцией современного развития мирового финансового рынка стала его *глобализация*, представляющая собой причинно-следственный процесс. С одной стороны, благодаря структурированию и быстрому развитию мирового финансового рынка стала возможна финансовая глобализация, а с другой стороны, глобализация мирового финансового рынка существенно ускорила процесс его развития. Именно финансовая глобализация, которая по степени своей завершенности опережает глобализацию в реальной экономике, предъявила новые, неизмеримо более жесткие требования к функционированию всех секторов мирового финансового рынка.

Глобализация мирового финансового рынка сопровождается возникновением все большего числа транснациональных корпораций с такой широкой сетью зарубежных филиалов, представительств, дочерних организаций, что часто бывает затруднительно определить их национальную принадлежность.

Глобализация мирового финансового рынка породила новый тип финансовых кризисов. Специфика мировых финансовых кризисов последних лет — переплетение различных их форм. Банковский, долговой и валютный кризисы в силу огромных масштабов и быстрых темпов перелива капиталов приняли глобальный характер. Системный характер

[1] SWIFT (англ.) — Society for Worldwide International Financial Transactions.

польз. №486952; dt: 1569491094, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491099, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

кризисов на мировом финансовом рынке означает бегство капиталов в долговые инструменты, в том числе и в государственные ценные бумаги. Это влечет за собой снижение их доходности, сокращение числа финансовых посредников, затруднение перелива валютных потоков между отдельными сегментами мирового финансового рынка, сокращение их притока в промышленность.

Глобализация МФР создала новые тенденции в мировых финансах: локальные и региональные кризисы все чаще превращаются в структурные мировые финансовые и экономические кризисы.

Интеграция и конвергенция мирового финансового рынка стали одной из наиболее заметных тенденций его развития в последние два десятилетия. Интеграция способствовала изменениям на самом мировом финансовом рынке: повысилась мобильность движения капиталов и инвестиций, снизились издержки по финансовым операциям. Основной предпосылкой ускорения интеграционных процессов на мировом финансовом рынке стало быстрое развитие информационных систем (баз данных и глобальных компьютерных систем). Это позволило значительно ускорить проведение платежей через систему SWIFT, торговлю ценными бумагами (Clearstream Banking, Euroclea, NASDAQ и т.п.)[1] и получать оперативную информацию о состоянии международного финансового рынка (Bloomberg, DataStream, ValueLine и т.п.).

Конвергенция мирового финансового рынка состоит в постепенном стирании границ между его сегментами. Конвергенция на мировом финансовом рынке привела к полному взаимопроникновению и взаимодополняемости всех сегментов мирового финансового рынка.

Тенденцией последних 20 лет стало *усиление конкуренции* между транснациональными компаниями и глобальными финансовыми институтами, а также банковскими и небанковскими учреждениями за финансовые ресурсы. Особенно острая конкуренция идет на валютном, кредитном и фондовом секторах мирового финансового рынка. Эта конкуренция способствует развитию финансового рынка, установлению рыночного равновесия. Одновременно конкуренция существенно повысила требования к участникам рынка с точки зрения их финансово-экономической эффективности, инвестиционных возможностей, что вывело именно транснациональные корпорации и банки на позиции основных участников мирового финансового рынка.

Объемы сделок слияний и поглощений на мировом финансовом рынке за последние два десятилетия увеличились в десятки раз. В результате произошла громадная концентрация ресурсов у ограниченного числа глобальных игроков (в основном ТНК и ТНБ), способных вести крупные операции на мировом финансовом рынке.

Вымывание посредничества, так называемая дезинтермидация[2], стала тенденцией, оказавшей влияние на весь спектр операций на мировом финансовом рынке. Дезинтермидация — отказ от посредников (брокеров, банков, специализированных кредитно-финансовых институтов) — оказалась следствием развития финансовых технологий и либерализации мирового финансового рынка в целом.

Острое соперничество на мировом финансовом рынке основных экономических центров (Северная Америка, Западная Европа и Юго-Восточная Азия) способствовало возникновению тенденции к *международной регионализации*, т.е. созданию региональных финансовых рынков.

---

[1] Clearstream Banking — клиринговая платежная система; Euroclear — клиринговая платежная система; NASDAQ — National Association of Securities Dealers Automated Quatations.

[2] Intermediary (англ.) — посредник.

польз. №486952; dt: 1569491099, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491107, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Отрыв мирового финансового рынка от мировой реальной экономики создал ряд проблем в регулировании международного финансового рынка. Последние глобальные финансовые кризисы показали *отсутствие действенной, эффективной системы регулирования* этого рынка. Процесс глобализации МФР только усилил его нестабильность и трудности регулирования[1]. Государство практически утратило свои возможности в регулировании рынка (неокейнсианская модель), а зависимость между денежной массой, находящейся в обращении, и динамикой номинального ВВП (монетаристская модель) стала нестабильной. Существующих инструментов регулирования международного финансового рынка недостаточно. Отсюда поиски новых идей и концепций: от новой Бреттон-Вудской системы с «целевыми зонами», в рамках которых определялись бы курсы мировых валют, до идеи создания единой мировой финансовой системы и единого мирового центрального банка.

15.2. Понятие и принципы деятельности транснациональных корпораций

Формирование и развитие мирового финансового рынка создали объективные условия для быстрого развития транснациональных корпораций.

Активное формирование ТНК началось в 1950—1960-е гг., во время деколонизации с сопутствующими ей процессами национализации иностранного имущества в бывших колониях. Для того чтобы обойти опасность национализации, корпорации начали создавать национальные предприятия в этих странах. Такая форма развития бизнеса оказалась удачным решением целого ряда других проблем, с которыми приходилось сталкиваться крупным компаниям, в том числе в странах базирования. Бурный рост ТНК приходится на период 1960—1970 гг., когда наступила новая фаза в развитии монополистического капитализма.

Первые определения многонациональной корпорации (так назывались эти компании до 1980-х гг.) были даны на этапе их формирования в 1960-х гг. В этих определениях многонациональные корпорации трактовались как фирмы, действующие более чем в одной стране. Позже это определение было расширено. Для конкретизации понимания сущности ТНК за основу были приняты следующие критерии: достаточно крупный размер фирмы; элементы монопольного положения фирмы на рынке; интернациональная производственная структура с развитым внутрифирменным разделением труда; транснациональный характер операций; верховенство центра при принятии стратегических решений и контроль всех звеньев.

Современную транснациональную корпорацию можно определить как институт или организацию, осуществляющую производство или услуги не менее чем в шести странах при уровне занятости иностранного персонала 25% и доле зарубежных капиталовложений не менее 25%. Средой формирования, движения и управления денежными потоками ТНК является мировой финансовый рынок.

Главным фактором появления ТНК является то, что называется *эффектом масштаба*. Очевидно, что, осуществляя выход на мировые рынки, компании наращивают производство, «набирают вес», становятся крупнее и вместе с тем эффективнее. Но эффект масштаба не всегда определяет транснациональность компании. Например, крупнейший производитель в авиационной промышленности — американский «Боинг» так и не превратился

[1] Многие экономисты считают, что финансово-экономический кризис 2008—2009 гг. был именно результатом перенапряжения рынка вследствие его глобализации.

польз. №486952; dt: 1569491107, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491113, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

в ТНК (все производство сосредоточено в США), хотя и связан с поставщиками и субподрядчиками в десятках стран. Его европейский конкурент — «Эрбас индастриз» также не является ТНК. Компания состоит из четырех отдельных фирм в четырех европейских странах, где размещено все производство.

Второй фактор создания ТНК — *вертикальная интеграция*, связанная с приобретением фирм-поставщиков или фирм-потребителей. Так обеспечиваются гарантии устойчивости для источников снабжения или каналов сбыта. Если поглощаемые фирмы находятся за границей, головная компания превращается в транснациональную.

Третий фактор — *конкурентная борьба в масштабах мирового рынка*. Крупные компании, выросшие в конкурентной среде, характерной для развитых стран, наилучшим образом приспособлены к этой борьбе.

Четвертый фактор — формирование ТНК само по себе порождает своеобразную *цепную реакцию*, вытягивая вслед за собой на международный уровень смежные с ними обслуживающие производства, поставляющие необходимые товары и услуги.

ТНК относятся к категории международных монополий, известных уже несколько десятилетий, и не есть нечто случайное и произвольное. Однако их деятельность существенно отличается от монополий, возникавших в форме картелей, синдикатов, трестов и т.п. Они, например, не ставят целью формальное разделение сфер влияния и рынков, не действуют только в сфере обращения. Главное внимание уделяется производству, ориентации на зарубежные филиалы и сбытовые подразделения. Специфика деятельности ТНК заключается в создании и расширении зарубежных и дочерних предприятий и установлении контроля над их деятельностью. ТНК как международная монополия — реальный показатель того, что уровень концентрации капитала и производства перерос национальные границы, что они стали занимать прочные позиции не только в национальной, но и в мировой экономике. В этом плане ТНК можно рассматривать как олигополистическую структуру, в которой собственность, управление, производство и продажи осуществляются в рамках юрисдикции нескольких национальных государств. Главной целью транснациональной корпорации является обеспечение производства товаров для мирового рынка с минимальными издержками для получения максимальной прибыли. Указанная цель реализуется посредством такого инструмента мирового рынка, как прямые иностранные инвестиции (ПИИ) из страны базирования ТНК в принимающие страны. Современные ТНК могут использовать и другие формы внешней инвестиционной деятельности, которые не относятся к прямым вложениям. Речь идет о субподрядных соглашениях и соглашениях о разделе продукции, широко используемых в добывающей промышленности, договорах о создании совместных предприятий, контрактах о предоставлении услуг и о техническом содействии, соглашениях о строительстве объектов «под ключ», контрактах типа BOT (Build, Operate, Transfer) и о договорах франчайзинга.

В связи с этим возникает вопрос: когда возможна и необходима экспансия капитала в форме прямых зарубежных инвестиций и других перечисленных формах? Зарубежная экспансия капитала становится возможной, если:

1) отдельные капиталы в процессе концентрации и централизации достигают таких масштабов, что они в состоянии нести риск и издержки пускового периода, связанные с созданием новых производственных единиц за границей;
2) имеются соответствующие институты мирового экономического и финансового рынков, которые делают рентабельным в длительной перспективе перемещение производства за границу и связанные с этим перемещения денежных (валютных) потоков ТНК;

польз. №486952; dt: 1569491113, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491119, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

3) достигнут такой уровень развития международной системы коммуникаций, который обеспечивает эффективный обмен денежных потоков и координационных действий между материнской и дочерними компаниями ТНК;
4) страны, куда поступают инвестиции, создают институциональные рамки, обеспечивающие функционирование производства, и предоставляют свои рынки для товаров этого производства.

В определенной степени интернационализация деятельности корпораций была вызвана необходимостью избегания различных количественных и других запретов на зарубежных рынках (таможенные тарифы, валютный контроль и пр.), которые часто обеспечивают существенные преимущества товарам местного производства. Следовательно, единственно возможный способ для иностранных компаний проникать на национальные рынки других стран состоит в том, чтобы создавать свои дочерние предприятия на их территории. Таким образом, интернационализированная корпорация является наиболее эффективной и наиболее конкурентоспособной формой экономической и политической деятельности на современном этапе. Наличие зарубежных производственных филиалов предоставляет ТНК целый ряд возможностей, связанных с использованием несходства хозяйственных ситуаций в разных странах (различия экономического положения стран, асинхронность мировых экономических циклов, различия в национальных налоговых законодательствах и пр.).

Естественно задаться вопросом, в чем преимущества ТНК перед национальными корпорациями. Исчерпывающим ответом на этот вопрос является достижение ТНК более высокой эффективности в бизнесе. Можно выделить несколько основных *источников высокой эффективности деятельности ТНК*:

- использование преимуществ доступа или владения на международном уровне природными ресурсами, капиталами и знаниями;
- возможность оптимального размещения своих предприятий в разных странах с учетом размеров их внутреннего рынка, темпов экономического роста, цены и квалификации рабочей силы, цен и доступности остальных экономических ресурсов, развитости инфраструктуры, а также политической стабильности;
- возможность аккумулирования капитала в рамках всей системы ТНК, включая заемные средства в странах расположения зарубежных филиалов, и приложение его в наиболее выгодных для компании обстоятельствах и местах;
- использование в своих целях ресурсов мирового финансового рынка;
- постоянная информированность о конъюнктуре товарных и финансовых рынков в разных странах, что позволяет оперативно переводить потоки капиталов в те государства, где складываются условия для получения максимальной прибыли, и одновременно распределять финансовые ресурсы с минимальными рисками (включая риски от колебания курсов национальных валют);
- рациональная организационная структура, которая находится под пристальным вниманием руководства ТНК и постоянно совершенствуется;
- опыт международного менеджмента, включая оптимальную организацию производства и сбыта, поддержание высокой репутации фирмы.

По *организационной структуре* транснациональные корпорации, как правило, представляют собой многоотраслевые концерны. *Головная* (*материнская*) *компания* выступает оперативным штабом корпорации. Она осуществляет технико-экономическую политику и контроль над деятельностью *заграничных компаний и филиалов*.

польз. №486952; dt: 1569491119, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491127, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В последнее время в структуре транснациональных корпораций происходят изменения, связанные с осуществлением так называемой комплексной стратегии, смысл которой состоит в децентрализации управления международным концерном и значительном повышении роли региональных управленческих структур. Такая политика стала возможной благодаря достижениям техники в области связи и информации, развитию национальных и международных банков данных. *Региональные системы управления* ТНК подразделяются на три основных вида:

- *главные региональные управления*, ответственные за все виды деятельности концерна в соответствующем регионе. Они наделены правами координации и контроля деятельности всех филиалов в соответствующем регионе (например, главное региональное управление американского концерна General Motors по координации деятельности филиалов в Азии и Океании расположено в Сингапуре);
- *региональные производственные управления*, координирующие деятельность предприятий в связи с движением производимого продукта, т.е. с соответствующей производственной цепочкой. Такие управления отвечают за обеспечение эффективной деятельности соответствующих предприятий и нацелены на развитие эффективных видов производств, новых моделей и товаров (к примеру, транснациональная корпорация Hewlett-Packard в начале 1990-х гг. по этой причине переместила свои производственные управления по ряду лидирующих продуктов из США в Европу);
- *региональные функциональные управления*, обеспечивающие специфические виды деятельности ТНК: сбыт, снабжение, обслуживание потребителей после продажи им товара, научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы (НИОКР) и т.д.

В настоящее время принято делить транснациональные корпорации на три вида: интернациональные, многонациональные и глобальные.

Интернациональные транснациональные корпорации представляют собой начальную, наиболее простую форму ТНК. Они представляют собой национальные компании с зарубежными активами. Созданные за рубежом филиалы таких компаний не имеют юридической самостоятельности, а зарубежные рынки рассматриваются как продолжение национального рынка. Поэтому такие корпорации имеют очень высокий уровень централизации принятия управленческих решений и контроля за деятельностью филиалов со стороны материнской компании.

Многонациональные ТНК — это международные корпорации, объединяющие национальные компании ряда государств на производственной и научно-технической основе. Филиалы таких компаний, как правило, автономны, а зарубежные рынки имеют равноценное или приоритетное значение по сравнению с внутренними рынками.

Глобальные ТНК — компании, возникшие в 1980—1990-е гг. и создаваемые на основе интеграции хозяйственной деятельности, осуществляемой в разных странах. Эти ТНК представляют собой объединение децентрализованных филиалов, для которых сферой деятельности является весь мир. Одна из основных характеристик таких ТНК — осуществление глобальной финансово-экономической стратегии. Подобный подход включает в себя совокупность следующих принципов.

1. Необходимость продаж произведенных товаров и услуг не только на национальном, но и на мировом рынке, причем международный сбыт рассматривается не как дополнение к основному бизнесу, а как неотъемлемая часть стратегии.
2. Обязательность размещения тех или иных видов деятельности в других странах.
3. Координация и интеграция различных видов деятельности в масштабах всего мира.

польз. №486952; dt: 1569491127, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491132, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Роль транснациональных корпораций в мировой экономике двойственна. С одной стороны, по мнению экспертов ООН, ТНК содействуют экономической интеграции стран. Широкое привлечение иностранного капитала, осуществляемое в связи с деятельностью в стране транснациональных корпораций, способствует снижению безработицы, сокращению импорта и укреплению внешнеторговых позиций страны. Деятельность ТНК вынуждает администрацию местных компаний вносить коррективы в технологический процесс, сложившуюся практику производственных отношений, выделять больше средств на подготовку и переподготовку работников, больше внимания обращать на качество продукции, ее дизайн, потребительские свойства. Чаще всего за иностранными инвестициями стоит внедрение новых технологий, выпуск новых видов продукции, новый стиль менеджмента, использование всего лучшего из практики зарубежного бизнеса.

С другой стороны, деятельность ТНК в других странах нарушает правила нормальной конкуренции, собственность или контроль над ключевыми секторами национальной экономики зачастую переходят к иностранным компаниям, что оказывает существенное влияние на политический суверенитет и на изменение социальных и культурных ценностей в принимающей стране.

Одной из чрезвычайно сложных и противоречивых проблем является проблема взаимоотношения ТНК с национальными правительствами. С одной стороны, ТНК являются важным инструментом внешнеэкономического и внешнеполитического влияния и государство не может не использовать это в интересах своего утверждения на мировой арене. С другой стороны, единство интересов не исключает наличия противоречий, главным из которых является противоречие между интернациональным глобальным характером операций ТНК и территориально ограниченной юрисдикцией государства. Государство постоянно пытается утвердить контроль над вывозом капитала, товаров, технологий. ТНК, осуществляя свою стратегию получения долгосрочных прибылей, оказывают воздействие на экономическую и политическую конъюнктуру страны базирования или принимающей страны и в результате вступают в противоречие с определенными мерами государственного регулирования экономики.

Целевой формой связи ТНК с органами государственной власти принимающей страны является система лоббирования, направленная на отстаивание интересов ТНК. Современная лоббистская сеть ТНК включает в себя целые отделы корпораций и их объединений, различные неформальные контактные организации, фонды, бюро и т.д. Они ставят своей целью оказывать влияние на принимаемые законодательные акты, деятельность партий, результаты выборов и решения судебных органов. В последние десятилетия ТНК не ограничиваются только финансированием каких-нибудь политических деятелей. Крупнейшие владельцы ТНК сами входят в состав правительств и баллотируются на посты глав государств.

Основными современными *тенденциями* развития транснациональных корпораций являются:

- усиление экспансии современных транснациональных корпораций во все сферы мировой экономики;
- относительная независимость денежных потоков ТНК от экономического развития страны базирования материнской компании;
- усиление роли транснациональных корпораций в научно-техническом прогрессе;
- диверсификация деятельности транснациональных корпораций.

На сегодняшний день ТНК являются не только той опорой, на которой базируется хозяйство стран развитой экономики. Превратившись в крупнейшие транснациональные группы, включающие в свою структуру многочисленные заграничные филиалы производствен-

польз. №486952; dt: 1569491132, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491138, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

ного, научно-исследовательского, снабженческого и сбытового характера, они все активнее действуют на международной арене, став главной силой мировой экономики и основными участниками мирового финансового рынка.

15.3. Слияния и поглощения на мировом финансовом рынке

Одной из форм образования или расширения современных транснациональных корпораций являются *слияния и поглощения*. Под слияниями и поглощениями (Mergers&Acquisition — M&A), как правило, понимается сделка купли/продажи компаний, которая осуществляется посредством приобретения акций компаний или долей. Процесс слияний и поглощений подразумевает полное или частичное приобретение какого-либо хозяйствующего субъекта, а также отчуждение, продажу подразделений, дочерних компаний, изменение структуры собственности компании. Другими словами, суть слияний и поглощений сводится к смене собственника или изменению структуры собственности компании, которые рассматриваются как заключительный этап в системе мероприятий по реструктуризации бизнеса корпорации.

Мировой финансовый рынок играет ключевую роль в инициировании и организации процесса слияний и поглощений. Объясняется это тем, что в современных сделках слияний и поглощений стало объективно важным не столько наличие собственных финансовых средств у компании, сколько возможность их привлечения. Поскольку все мировые финансовые ресурсы в настоящее время организованно продаются и покупаются на мировом финансовом рынке, то очевидно, что возможность и способность компании получать средства на мировом финансовом рынке позволяют этой компании иметь значительные конкурентные преимущества в осуществлении проектов сделок M&A. Кроме того, транснациональный характер основных компаний — участниц процессов слияний и поглощений также объективно определяет финансирование M&A на мировом финансовом рынке, так как именно ТНК и ТНБ стали в 2000—2010-е гг. основными участниками этого рынка.

С одной стороны, эффективное использование средств мирового финансового рынка целях финансирования сделок слияний и поглощений стало в 2000—2010 гг. основным фактором глобализации МФР. С другой стороны, именно глобализация мирового финансового рынка послужила причиной быстрого роста уже в 2000-е гг. абсолютных цифр, отражающих количество сделок слияний и поглощений за год в отдельных сферах производства, торговли и финансов. В 2002 году мировой рынок энергоносителей был реструктурирован 20 сделками M&A, а в 2007 г., накануне мирового финансово-экономического кризиса, — 67, т.е. количество слияний и поглощений на этом рынке выросло на 47 крупных сделок (речь идет в основном о международных сделках).

Анализируя зависимость процессов M&A от макроэкономических показателей, можно выделить пять основных факторов, влияющих на развитие рынка слияний и поглощений:

1) капитализация фондового сектора мирового финансового рынка;
2) динамика и объем ВВП;
3) процентная ставка;
4) коэффициент Q-Тобина;
5) национальное законодательство.

Капитализация фондового сектора мирового финансового рынка. Зависимость развития рынка M&A от фондового рынка и его капитализации состоит в том, что одной из основных схем поглощения компании является приобретение акций *компании-цели* на бир-

польз. №486952; dt: 1569491138, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491144, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

же. Таким образом, устанавливается очевидная прямая зависимость между показателями объема слияний и поглощений и капитализацией фондового рынка.

Динамика и объем ВВП находятся в прямой зависимости с рынком слияний и поглощений. Объяснение этому простое: чем лучше показатели экономического роста, тем быстрее и эффективнее развиваются компании и тем больше компаний, которые могут применять агрессивную стратегию развития, т.е. стратегию слияний и поглощений.

Процентная ставка. Чем выше уровень процентной ставки, тем выше издержки проведения слияний и поглощений и соответственно ниже доходность, а следовательно, интерес к проведению сделок M&A.

Коэффициент Q-Тобина представляет собой отношение рыночной стоимости заемного и собственного капитала к текущей восстановительной стоимости активов:

$$Q = \text{Рыночная стоимость активов} / \text{Оценочная восстановительная стоимость}.$$

Чем меньше этот показатель в среднем по экономике, тем больший объем сделок M&A будет происходить.

Национальное законодательство, регламентирующее деятельность компаний на рынке слияний и поглощений или косвенно воздействующее на M&A, может в значительной мере повлиять на сделки слияний и поглощений, их интенсивность и сроки реализации.

Факторы, ускорившие процессы слияний и поглощений корпораций на мировом финансовом рынке в период 1990—2010 гг., создали такую ситуацию, что практически не осталось ТНК или ТНБ, которые не участвовали бы в процедурах слияний или поглощений. Существенное значение имеет деление сделок слияний и поглощений по национальной принадлежности объединяемых компаний на национальные и трансграничные сделки. *Национальные слияния и поглощения* представляют собой объединение компаний одной и той же страны базирования, в то время как *трансграничные* — объединение компаний, базирующихся в разных странах. Трансграничные сделки слияний и поглощений ведут к образованию трансграничных корпораций.

Естественно задаться вопросом, почему мы употребляем либо один, либо другой термин. Очевидно, между слияниями и поглощениями существуют принципиальные различия. Это действительно так. Имеются определенные различия в понятиях «слияние компаний» и «поглощение компаний». «Слияние и поглощение» (mergers and acquisitions) — это общий термин для всех сделок, которые объединены передачей корпоративного контроля во всех формах, включая покупку и обмен активами.

В понятие «слияния и поглощения» входят сами слияния (соединение компаний в одну), поглощения, т.е. приобретение компаний, выкуп с привлечением заемных средств (leveraged buy-out (LBO)), рекапитализация, изменение структуры собственности, «обратное слияние» (создание публичной компании без IPO1), выделение и продажа бизнес-единицы (spin-off) и все другие сделки, которые подразумевают передачу корпоративного контроля из рук одних акционеров в руки других.

Экономическая сущность сделок M&A

Экономическая сущность сделок M&A заключается в стремлении к увеличению собственности инвестора, росту прибыли, повышению рентабельности инвестированного капитала, как правило, в форме повышения курсовой стоимости акций и через нее стоимости компании в целом — ее капитализации как суммарной рыночной (биржевой) стоимости всех акций компании. Специфика M&A в том, что достижение этих целей обеспечивается в таких сделках не за счет развития и ис-

польз. №486952; dt: 1569491144, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491150, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

пользования собственных управленческих, финансовых, производственных и сбытовых возможностей компании. Механизм слияний или поглощений применяется тогда, когда конкурентные преимущества можно получить с меньшими расходами именно за счет внешних источников путем приобретения активов других компаний. Наименьшими эти расходы оказываются тогда, когда по разным причинам активы приобретаемой компании оказываются недооцененными на рынке. В первую очередь речь идет о нематериальных активах — управленческих, организационных, кадровых преимуществах компании в организации снабжения, производства и сбыта, связях и влиянии на рынке, возможностях лоббирования направлений движения финансовых потоков, получении государственных заказов на продукцию, организации НИОКР, реализации различных социальных программ, использовании факторов международной политики

В своей экономической основе сделки M&A представляют собой либо механизм перераспределения собственности от менее эффективных собственников к более эффективным, либо передачу управления компанией в интересах собственников от менее эффективных менеджеров к более эффективным в целях повышения доходности и прибыльности вложенного капитала. Рост стоимости компании означает возрастание ее конкурентоспособности, что приводит к повышению кредитного рейтинга, увеличению инвестиционных возможностей, дополнительному расширению или диверсификации производства, проведению НИОКР, выходу на новые рынки.

Основная причина, по которой компании используют механизмы слияний и поглощений, — это конкуренция, которая вынуждает активно искать инвестиционные возможности, эффективно использовать все ресурсы, снижать издержки и искать стратегии противодействия конкурентам. Сделки M&A имеют различные цели и форму, но обязательно предполагают изменение собственника или структуры капитала.

Доступность финансовых средств на мировом финансовом рынке значительно влияет не только на возможность и эффективность реализации сделок слияний и поглощений, но и позволяет компании конкурировать на мировом рынке крупных проектов M&A, а также использовать преимущества поглощения. В современной практике *финансирования сделок слияний и поглощений* можно выделить следующие основные *формы* создания фондов финансовых средств, необходимых и достаточных для планируемых M&A:

1) денежные средства (собственные или заемные);

2) простые акции, облигации (или привилегированные акции);

3) производные финансовые инструменты (деривативы).

Кроме того, возможны комбинированные (гибридные) формы финансирования, использующие одновременно несколько методов оплаты (например: Собственные средства + Банковский кредит + Лизинг; или: Оплата обыкновенными акциями + Выпуск части привилегированных акций + Использование на МФР операций с деривативами). Возможны также и методы финансирования сделок M&A с рассрочкой, когда определенная сумма выплачивается при осуществлении слияния или поглощения, а оставшаяся часть — после наступления оговоренного события, например по достижении установленного показателя роста производства.

В современной мировой практике наибольшее распространение получили два *метода* финансирования сделок M&A: денежными средствами (собственными и кредитами) и обыкновенными акциями. Менее популярны такие методы финансирования сделок слияний и поглощений, как оплата долговыми инструментами (векселями, чеками и т.п.), привилегированными акциями, производными финансовыми инструментами или комбинацией перечисленных методов. Если представить структурно комплекс современных методов финансирования сделок слияний и поглощений, то он будет выглядеть следующим образом (рис. 15.3).

польз. №486952; dt: 1569491150, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491157, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

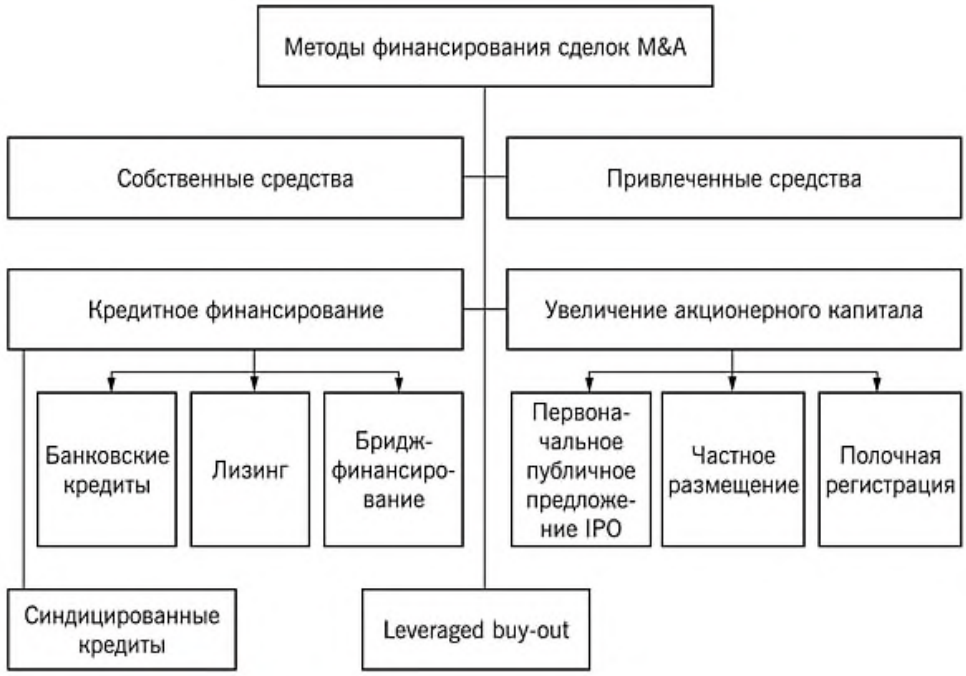


Рис. 15.3. Современные методы финансирования сделок M&A

Критерии отбора метода финансирования сделки слияний и поглощений формируются на основе стандартного набора факторов (рис. 15.4).



Рис. 15.4. Факторы, влияющие на выбор источника финансирования сделки M&A

Прежде чем выйти за финансовыми ресурсами на мировой финансовый рынок, где сформировались разнообразные методы и инструменты финансирования сделок M&A,

польз. №486952; dt: 1569491157, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491164, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

компания рассматривает возможность финансирования предполагаемой сделки M&A *за счет собственных средств*. По оценкам финансовых аналитиков, 30% всех мировых сделок слияний и поглощений финансируются за счет собственных средств. Использование собственных средств компании в сделке M&A имеет смысл, если сделка разовая и компания-цель имеет стоимость значительно ниже, чем компания-инвестор. При недостаточности собственного капитала компания может реализовать непрофильные активы, использовать личные средства собственников компании и пр. При этом понесенные затраты не должны ухудшать общее финансовое положение компании. Преимущества использования собственных средств в финансировании сделки M&A состоят в отсутствии дополнительных выплат — процентов, дивидендов — или временных ограничений. Все финансовые риски несет компания — инициатор сделки, поэтому не существует негативных последствий в виде выплаты штрафов, пени, потери залога и пр. в случае неудачной реализации проекта (рис. 15.5).

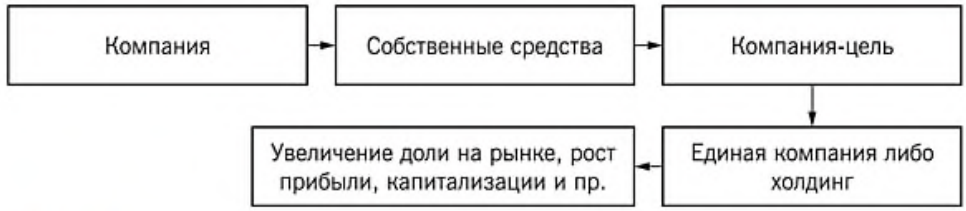


Рис. 15.5. Финансирование сделки M&A за счет собственные средств компании

Мировой финансовый рынок становится источником финансирования сделок слияний и поглощений в случае недостатка собственных средств, нецелесообразности их использования, больших объемов предполагаемых сделок и пр. В основном финансирование сделок M&A на мировом финансовом рынке осуществляется за счет двух его секторов: *кредитного и фондового*. Однако в последние годы стали использоваться валютные и фондовые деривативы, средства страховых компаний, поэтому необходимо принимать во внимание объективные возможности финансирования сделок M&A на валютном и страховом секторах МФР, а также секторе производных финансовых инструментов мирового финансового рынка.

Рассмотрим последовательно инструменты финансирования сделок слияний и поглощений на кредитном и фондовом секторах МФР. *Кредитное финансирование сделок M&A* на мировом финансовом рынке (кредиты сроком более 3 лет) составляло в 2014 г. 65% всех *внешних источников финансирования слияний и поглощений*. Таким образом, метод кредитования сделки — самый распространенный в настоящее время способ привлечения финансовых ресурсов для M&A с мирового финансового рынка. Общую схему кредитования сделок M&A можно представить следующим образом (рис. 15.6).

При всей распространенности финансирования сделок M&A за счет кредитов, получаемых на мировом финансовом рынке, этот метод финансирования имеет очевидные недостатки и неудобства, присущие всем кредитам: необходимость залога, стоимость которого должна превышать стоимость сделки в 1,5—2 раза; поручительство третьей стороны, которая объективно в состоянии покрыть обязательства заемщика. В связи с этим кредитный метод финансирования M&A бывает более дорогим, чем альтернативные методы финансирования. Как правило, банки при сделках кредитования M&A занижают стоимость залогового обеспечения, чтобы в случае невыполнения обязательств заемщиком максимально быстро реализовать его по бросовой цене.

польз. №486952; dt: 1569491164, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491169, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

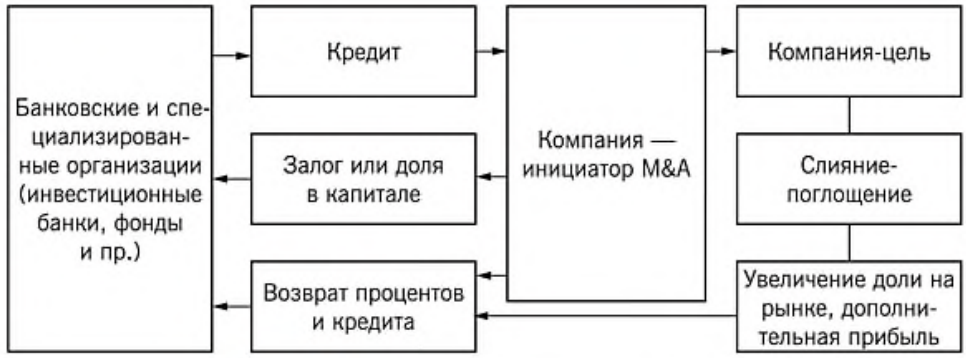


Рис. 15.6. Схема кредитования сделки M&A

К *инструментам кредитного метода финансирования сделок M&A* относятся банковские кредиты и кредиты специализированных финансовых организаций (инвестиционных банков, фондов и пр.), синдицированные кредиты, лизинг, кредитные деривативы и финансирование Leveraged Buy-Out (LBO), которое является гибридным с фондовым финансированием. В целях привлечения крупных средств при финансировании сделки слияний и поглощений используются *синдицированные кредиты*, при которых формируется пул кредиторов, за счет чего компания может привлечь с МФР очень значительные финансовые ресурсы. В практике функционирования кредитного сектора мирового финансового рынка синдицированные кредиты, объединяющие иногда до 100 банков, появились в 1970-х гг., когда огромные массы свободных нефтедолларов превратились в ресурсы кредитного сектора МФР. В 1980-х годах, после мирового кризиса внешней задолженности развивающихся стран, появились такие виды синдицированных займов, как NIF, RAF и MOF[1]. Наиболее универсальным из перечисленных займов является синдицированный кредит по типу MOF, так как он распространяется не только на банковские кредиты, но и на банковские акцепты и гарантии, национальные коммерческие документы и европейские коммерческие документы. На возобновляющейся (револьверной) основе синдицированный кредит MOF может быть, например, представлен сроком на 3 месяца и объемом в 10 млн дол. из средней ставки процента LIBOR + 50 пунктов.

В 2000-е годы в связи с увеличением объемов сделок слияний и поглощений количество синдицированных кредитов росло быстрыми темпами. Однако синдицированные кредиты — достаточно дорогой товар мирового финансового рынка по сравнению с обычными банковскими кредитами. Цена синдицированных кредитов значительна в связи с большим количеством комиссионных: за организацию пула банков, за организацию подписки на кредит, агентские комиссии, комиссии банковскому комитету, надбавка к ставке LIBOR (50 базисных пунктов).

Кроме собственно высокой цены синдицированного кредита его привлечение для финансирования сделок M&A возможно только теми компаниями, чей годовой оборот превышает 50 млн дол. Вместе с тем синдицированное кредитование обладает рядом преимуществ: фактически отсутствуют ограничения по сумме займа, срок организации кредита очень короткий: от 8 до 13 недель.

Следующим кредитным инструментом финансирования сделок M&A является *лизинг* (рис. 15.7). По своему экономическому содержанию лизинг представляет собой форму кредитования без передачи права собственности на товар арендатору. По существу ли-

[1] Аббревиатуры от англ. NIF — Note Issuance Facility; RUF — Revolving Underwriting Facility; MOF — Multiple Option Facility.

польз. №486952; dt: 1569491169, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491180, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

зинг — альтернатива обычному банковскому кредитованию. *Финансовый лизинг* в последние десять лет стал распространенной формой финансирования крупных сделок слияний и поглощений. Одной из форм финансового лизинга является *возвратный лизинг*, при котором собственник продает свое имущество лизинговой компании, а затем заключает с ней договор лизинга на данное имущество. Примером такой сделки возвратного лизинга могут служить продажа и последующий лизинг в 2005 г. 300 магазинов в компании Boots (Великобритания, марка Clearasil), т.е. по существу всей сети розничных продаж Clearasil. При финансировании M&A через возвратный лизинг собственник получает большую часть стоимости своего имущества, но при этом сохраняет возможность пользоваться им, внося периодические платежи лизинговой компании. Средства, полученные от операции возвратного лизинга, могут быть использованы для пополнения оборотных средств, для инвестирования, для финансирования слияний и поглощений.

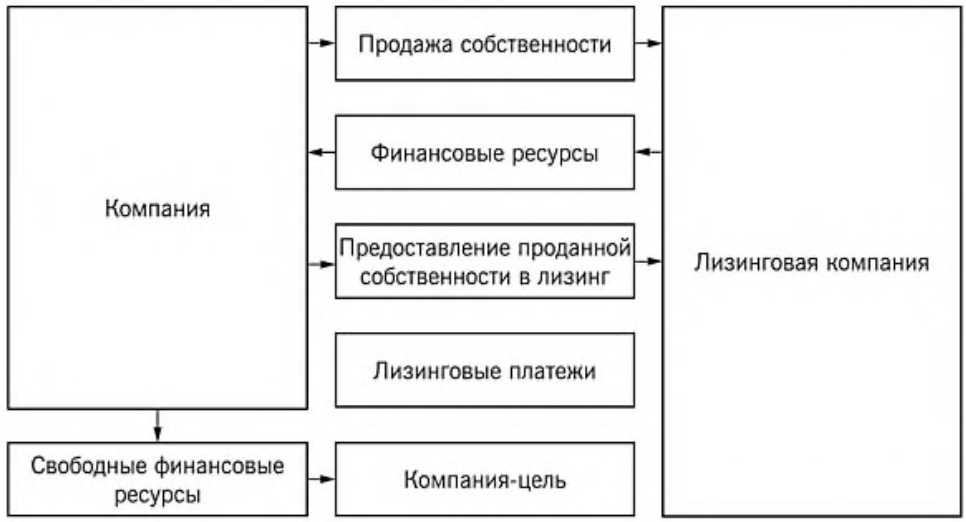


Рис. 15.7. Схема мобилизации денежных средств посредством лизинга для финансирования сделок M&A

Аналогично синдицированному кредитованию в случае если лизинговая сделка является очень крупной, возможно использование *леведж-лизинга*, когда для осуществления лизинговой сделки привлекаются несколько (более пяти) лизинговых компаний.

Относительно новой практикой лизинга стало осуществление *лизинга «под ключ»*. В этом случае осуществляется сдача во временное пользование или долгосрочную аренду созданного арендодателем малого предприятия, готового к хозяйственной деятельности. Объектом лизинга выступает весь хозяйственный комплекс. Эта схема имеет большие преимущества для финансирования сделок M&A в малом и среднем бизнесе. В рамках поглощений эта схема может быть представлена следующим образом (рис.15.8).

Данный вариант финансирования используется только в случае дружественного поглощения; сфера деятельности предприятий — имущественный комплекс, имеющий достаточно ликвидное оборудование и соответствующий средним размерам бизнеса.

Фондовый сектор МФР используется компаниями для финансирования сделок слияний и поглощений достаточно активно. Основными инструментами фондового метода финансирования сделок M&A в настоящее время являются следующие: первое публичное размещение обыкновенных акций компании — сделки IPO; механизм прямой продажи акций;

польз. №486952; dt: 1569491180, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491185, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

привилегированные акции; облигации и долговые ценные бумаги (векселя, корпоративные облигации, федеральные и муниципальные облигации). Рассмотрим последовательно перечисленные инструменты финансирования сделок M&A на фондовом секторе МФР.

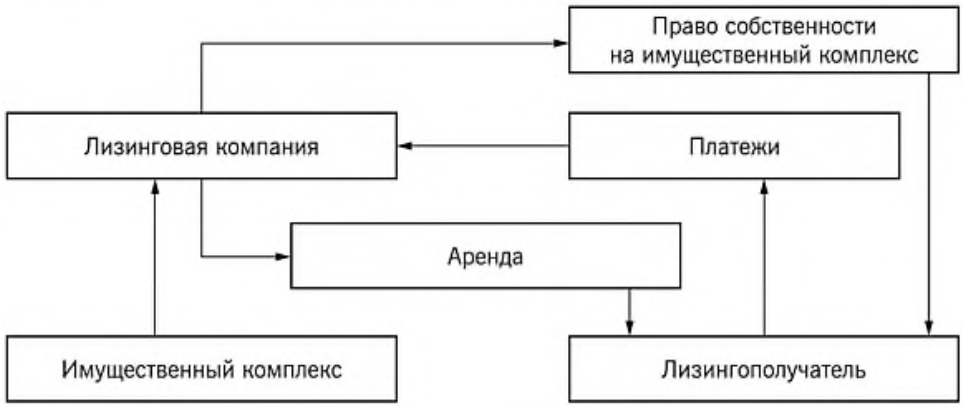


Рис. 15.8. Схема использования лизинга для финансирования сделки M&A

Инструмент финансирования сделок M&A за счет первичного размещения обыкновенных (простых) акций на фондовом рынке используется в следующих случаях:

1) компания, достигнув достаточных объемов, меняет приоритеты: максимизация капитализации становится приоритетом по отношению к контролю над денежными потоками;
2) избыточная ликвидность рынка капиталов вызывает спрос на новые инструменты инвестирования прибыли;
3) диверсификация инвестиций становится новым направлением стратегии крупной компании.

Потенциально финансированием сделки M&A посредством инструмента IPO могут воспользоваться следующие компании:

1) крупные компании с хорошей кредитной историей;
2) средние компании, ориентированные на национального потребителя;
3) небольшие инновационные компании.

Однако существует ряд ограничений по выходу на финансирование по схеме IPO: размер компании, объем привлекаемых средств, доля акций к продаже, хорошая кредитная история, финансовые показатели и прозрачность

Следующий фондовый инструмент финансирования сделок слияний и поглощений на МФР — это *продажа акций.* В этом случае осуществляется размещение обыкновенных акций не среди неограниченного круга потенциальных инвесторов, как в случае со сделкой IPO, а продажа части активов компании или части акций тому или иному инвестору. Частное размещение акций компании заключается в продаже ценных бумаг компании ограниченному кругу лиц, которыми, как правило, выступают инвесторы. Однако финансирование слияний и поглощений путем продажи акций имеет ряд серьезных недостатков: значительный срок привлечения; дорогой способ финансирования, требующий оплаты внешних консультантов; открытость и прозрачность компании, что приводит к утере определенной степени контроля над ней.

Привилегированные акции как способ финансирования сделки M&A используются достаточно редко. Инвесторы в привилегированные акции очень уязвимы при слияниях и по-

польз. №486952; dt: 1569491185, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491192, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глощениях, поэтому стоимость таких акций существенно снижается по сравнению с обыкновенными акциями и они пользуются меньшим спросом. В связи с этим использование данного инструмента финансирования не находит широкого применения в сделках M&A.

Выпуск облигаций используется для финансирования сделок слияний и поглощений гораздо активнее. Обычно облигации представляют собой наиболее эффективную форму финансирования в случае инвестиционных проектов сроком более 3 лет, какими в большинстве своем и являются сделки слияний и поглощений. Выпуск облигаций может быть совмещен с другой формой финансирования — кредитной. Такое финансирование M&A называется *бридж-финансированием* и возникает в связи с нехваткой «длинных денег», т.е. возможностей предоставлять долгосрочное кредитование, у банков, кредитующих сделку слияния и поглощения. В этом случае банки предоставляют кредиты, которые затем погашаются за счет средств от размещения облигаций. Такая схема финансирования M&A не только устраняет недостатки кредитования, но и позволяет обойти одно из основных неудобств облигационного финансирования: длительность подготовки и реализации выпуска облигаций. Таким образом, если компания собирается осуществить проект M&A в ближайшее время, она может привлечь синдицированный кредит, который затем будет погашен за счет выпуска облигаций. Как правило, банковский пул, предоставивший компании синдицированный кредит, обычно сам затем и осуществляет размещение ценных бумаг заемщиков, зарабатывая и на этой операции.

Еще одним примером комбинированного (кредитование плюс ценные бумаги) финансирования сделок M&A являются сделки LBO (Leveraged Buy-Out). Если в случае бридж-финансирования кредит комбинируют с облигационным займом, то в случае LBO контрольный пакет акций поглощаемой компании приобретается с привлечением заемных средств. Обычно LBO применяется в том случае, когда компания-цель намного превосходит по объемам компанию-покупателя. Такие сделки финансируются только в том случае, если покупатель имеет очень хорошие отношения с банком. LBO предполагает значительное изменение долговой нагрузки покупателя или целевой компании, что отличает его от обычного кредитования. «Крупность» компании-цели делает кредитно уязвимым покупателя, а процентные платежи могут «съедать» все инвестиционные ресурсы покупателя. Банки в данном случае занимают нейтральную позицию: о сделке и структуре финансирования договариваются покупатель и продавец в отличие, например, от бридж-финансирования, в котором банк часто не только организатор, но и инициатор сделки. В случае LBO банк должен иметь представление о денежных потоках компании-инициатора, о его возможности платить проценты и погасить основную сумму долга.

Вексельное финансирование сделок M&A состоит в размещении на рынке вексельного займа в целях финансирования расходов по приобретению компании-цели. Около 15—20% рынка векселей для финансирования слияний и поглощений приходится на корпоративные векселя. Для выпуска корпоративных векселей необходима полная прозрачность компании — инициатора эмиссии, заранее разработанная программа выпуска и заимствований на вексельном рынке. Простота и скорость выпуска векселей способствуют тому, что они могут быть наиболее привлекательны тогда, когда требуется в кратчайшие сроки привлечь денежные средства, а собственных средств недостаточно для того, чтобы без ущерба для финансового состояния компании осуществлять сделки M&A. В случае когда компания выбирает слияния и поглощения как принципиальную программу долгосрочного развития, возможно постоянное использование вексельных эмиссий в сочетании с кредитами, облигационными эмиссиями, IPO и др. Обычно публичные вексельные размещения используют для подготовки выхода на облигационный рынок.

польз. №486952; dt: 1569491192, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491198, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таким образом, современный мировой финансовый рынок предлагает широкое разнообразие методов и инструментов финансирования сделок слияний и поглощений. Выбор инструментов финансирования во многом зависит от финансового состояния компании, ее положения на мировом и национальном финансовом рынке и от возможностей эффективно привлекать простые и комбинированные методы финансирования M&A.

Ключевые термины

- Глобализация.
- Мировые финансы.
- Мировая финансовая система.
- Мировой финансовый рынок.
- Сегменты мирового финансового рынка.
- Цены валютных продуктов и услуг.
- Транснациональные корпорации (ТНК).
- Прямые иностранные инвестиции.
- Региональные системы управления ТНК.
- Слияния и поглощения.
- Финансирование слияний и поглощений.
- Синдицированный кредит.
- Лизинг.
- Бридж-финансирование.
- Вексельное финансирование.

Контрольные и дискуссионные вопросы

1. Что такое мировые финансы, из чего они состоят и каковы их функции?
2. В чем состоят основные функции мирового финансового рынка?
3. Как структурирован современный мировой финансовый рынок?
4. Чем мировой финансовый рынок отличается от международного?
5. Каковы базовые факторы участия национального финансового рынка в операциях мирового финансового рынка?
6. Какие виды продуктов и услуг мирового финансового рынка вы знаете и в чем их отличие?
7. Что такое транснациональная корпорация и какими отличительными особенностями формирования и структурирования она характеризуется?
8. Какие виды транснациональных корпораций вы знаете и в чем их различие?
9. В чем состоят причины интернационализации деятельности корпораций?
10. Почему деятельность ТНК более эффективна, чем деятельность национальной корпорации?
11. В чем состоит экономический смысл и основные побудительные факторы сделок слияний и поглощений?
12. Каковы формы и методы финансирования сделок слияний и поглощений?
13. Какие формы лизинга используются для финансирования сделок слияния и поглощения?
14. Что такое бридж-финансирование?
15. Почему используется вексельное финансирование сделок слияний и поглощений?

польз. №486952; dt: 1569491198, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491203, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

глава 16

Управление денежными потоками транснациональных корпораций

Изучив данную главу, вы:

- познакомитесь с особенностями организации денежных потоков транснациональных корпораций, их структурой и факторами формирования;
- узнаете, как классифицируются внешние финансовые ресурсы транснациональных корпораций, аккумулируемые на мировом финансовом рынке;
- поймете, почему результативность управления входящими денежными потоками ТНК зависит от видов привлекаемых с мирового финансового рынка ресурсов и каковы приоритеты ТНК при аккумуляции ресурсов мирового финансового рынка в различных валютах;
- узнаете, в чем состоит экономический смысл внешних параллельных кредитов, зачем нужна транснациональной корпорации эмиссия на мировом финансовом рынке ценных бумаг, поймете, что такое диверсифицированный валютный портфель ТНК и в чем состоит его роль при страховании рисков валютных потерь;
- поймете, как оптимизация валютных (денежных) потоков ТНК связана с ускорением их движения и зачем используются в этих целях такие методы управления денежными потоками ТНК, как неттинг, налоговый арбитраж, трансфертное ценообразование, лидинг и лаггинг, повторное инвойсирование и внутрифирменное кредитование;
- сможете классифицировать валютные риски транснациональной корпорации, определять степень их воздействия на финансовый результат деятельности ТНК;
- научитесь методам хеджирования трансляционного валютного риска ТНК, а также узнаете, как финансовый центр ТНК управляет денежными потоками и валютными рисками корпорации.

16.1. Общая характеристика денежных потоков транснациональных корпораций

Основную роль в развитии современных транснациональных корпораций играют их внешние и внутренние финансовые связи, которые в реальной экономической деятельности представлены *денежными потоками*. В предыдущей главе вы уже выяснили, что в упрощенном варианте ТНК структурно состоит из родительской (материнской) компании как центрального звена управления и дочерних фирм. На рисунке 16.1 показаны основные денежные потоки, связывающие центр корпорации с ее отделениями, а также возможные внешние связи, возникающие в структуре мирового финансового рынка и обеспечивающие ТНК увеличение доходов.

польз. №486952; dt: 1569491203, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491213, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99



Рис. 16.1. Общая схема денежных потоков транснациональной корпорации

По отношению к центру транснациональной корпорации все денежные потоки подразделяются на две группы: входящие и исходящие. *Входящие денежные потоки* представлены всеми видами поступлений денежных средств как от подразделений самой ТНК, так и из внешних источников. От своих дочерних фирм родительская компания получает средства от возврата предоставленного ранее кредита, например, связанного с поставкой товаров или предоставленного для поддержания ликвидности. Подразделения направляют в центр корпорации оплату новейших разработок в области технологии, маркетинга, информации и т.д. как объектов интеллектуальной собственности. Избыток денежных средств дочерних фирм также может быть передан в центр для их последующего инвестирования.

Исходящие денежные потоки ТНК характеризуют направление финансовых ресурсов из центра корпорации в подразделения. Они могут возникать, во-первых, в виде прямого финансирования деятельности дочерних фирм. Во-вторых, они возникают на кредитной основе, означающей последующий возврат полученных средств с уплатой процентов.

Специфика денежных (валютных) потоков ТНК определяется, во-первых, политикой родительской корпорации по консолидации денежных средств; во-вторых, влиянием обменных курсов, обусловливающих выгодность проведения расчетов в одних валютах и невыгодность — в других; в-третьих, использованием неттинга (клиринга) при расчетах между дочерними компаниями, между ними и родительской корпорацией.

польз. №486952; dt: 1569491213, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491217, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В ходе реализации политики ТНК по консолидации денежных средств временно свободная денежная наличность в централизованном порядке перераспределяется среди дочерних компаний. Это позволяет ТНК проводить гибкую политику управления ликвидностью дочерних компаний. Последние могут обладать необходимым минимумом ресурсов, но иметь в случае необходимости доступ к денежным средствам, аккумулируемым ТНК. В этих условиях снижаются потребности в дорогом краткосрочном кредитовании.

Дочерние компании перечисляют родительской корпорации временно свободные денежные средства и дивиденды, а получают текущее финансирование.

Специфические *особенности денежных потоков* ТНК определяются проведением операций в различных валютах. Изменения обменных курсов значительно затрудняют прогнозирование будущих платежей, осуществляемых дочерними компаниями при приобретении товаров за границей. При усилении курсовых колебаний корпорации вынуждены увеличивать запасы поступающих из-за границы сырья и комплектующих изделий. Возможность удорожания поставок по импорту вследствие снижения курса *функциональной* (*местной*) *валюты* предопределяет необходимость поддержания дочерними компаниями относительно высокого уровня свободных денежных средств на банковских счетах (кассовых остатков). Удорожание импортируемых комплектующих изделий вследствие удешевления функциональной валюты сказывается на экспорте готовых изделий, поскольку вызывает снижение конкурентоспособности ТНК в целом. Выбор устойчивых валют для проведения расчетов, хеджирование (страхование) валютных рисков позволяют ТНК минимизировать потери от колебаний обменных курсов.

Особенностью ТНК является значительное число факторов, определяющих их денежные потоки. Схема внутренних и внешних факторов формирования денежных потоков ТНК представлена на рис. 16.2.



Рис. 16.2. Внутренние и внешние факторы формирования денежных потоков ТНК

Взаимоотношения между материнской компанией и подразделениями ТНК реализуются путем организации *двустороннего движения денежных потоков*. Для дочерней фирмы исходящими денежными потоками являются периодические отчисления денежных ресурсов в пользу головной компании. Эти выплаты, как правило, предназначены для возмещения тех издержек, которые неизбежно несет родительская компания, укрепляя потенциал своего дочернего подразделения.

польз. №486952; dt: 1569491217, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491223, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Когда предстоящие выплаты известны заранее и такие платежи осуществляются в валюте страны пребывания дочерней фирмы, управление денежными потоками ТНК существенно упрощается. Уровень внешних выплат дочерней фирмы в пользу родительской компании находится в зависимости от потребности в ликвидности, потенциальных направлений использования финансовых ресурсов в различных подразделениях дочерней фирмы, ожидаемого движения курса, а также правительственных решений в стране пребывания. Как правило, дочерние фирмы имеют доступ к большому количеству кредитных линий и счетов, режим которых допускает овердрафт в различных валютах. Это позволяет дочерним фирмам ТНК поддерживать адекватный уровень ликвидности без значительных остатков денежных средств на балансе.

После сведения в балансе всех исходящих и входящих платежей ТНК обнаруживает у себя либо избыток, либо дефицит средств. Вследствие этого ей периодически приходится принимать решения либо об инвестировании полученного избытка, либо о заимствовании ресурсов для покрытия финансового дефицита. Если ТНК прогнозирует дефицит финансовых ресурсов, возникает потребность в краткосрочном дополнительном финансировании. Если прогнозируется избыток финансовых ресурсов, то ТНК выбирает направления использования свободных средств. Перечисленные трудности в организации денежных потоков транснациональных корпораций требуют использования ресурсов мирового финансового рынка, т.е. привлечения транснациональной корпорацией внешних источников финансирования. Внешние финансовые ресурсы, получаемые транснациональными корпорациями с мирового финансового рынка, как правило, более интенсивные, емкие и эффективные, чем внутренние. Они особенно важны в период развития ТНК, когда требуется максимальная концентрация финансовых ресурсов.

По сравнению с национальными предпринимательскими структурами транснациональные корпорации имеют возможность привлекать ресурсы мирового финансового рынка, характеризующиеся значительным разнообразием, что дает больше возможностей для развития и совершенствования бизнеса ТНК. Внешние финансовые ресурсы ТНК могут быть классифицированы по ряду признаков, к которым относят экономическую сущность, место возникновения (регион активизации финансовых ресурсов), степень их активизации, структуру потоков погашения финансовых обязательств, целевые установки инвесторов, секторы мирового финансового рынка, где мобилизуются финансовые ресурсы, назначение и срок использования.

Экономическая сущность внешних финансовых ресурсов ТНК. Во-первых, внешние источники финансирования транснациональных корпораций могут быть бюджетными, кредитными, фондовыми и инвестиционными. Уже здесь их характеристики существенно различаются. Бюджетные — часто безвозмездны, но сложно управляются и активизируются только при соблюдении ряда специфических условий. Кредитные предполагают их возвратность, срочность, платность, которые в свою очередь диверсифицированы в зависимости от механизмов и используемых инструментов их активизации. Фондовые и инвестиционные внешние финансовые ресурсы различаются особым режимом предоставления и использования. Во-вторых, внешние финансовые ресурсы транснациональных корпораций могут быть охарактеризованы как перераспределительные, заемные и привлеченные в зависимости от особенностей потоков международного финансового рынка, их направлений, мощности, побудительных мотивов участников.

Место возникновения или регион активизации внешних финансовых ресурсов ТНК. Здесь выделяют *местные* финансовые ресурсы, формируемые в конкретном регионе местонахождения подразделения корпорации, с учетом страновых, природных, ресурсных,

польз. №486952; dt: 1569491223, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491230, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

экономических, социальных, политических и административных факторов; *региональные*, образуемые в той же стране, где функционируют подразделения корпорации, но в другом регионе с иными местными факторами; *зарубежные* внешние финансовые ресурсы корпорации. Последние формируются как в странах, где уже действуют подразделения ТНК, так и в странах потенциального проникновения.

Большое значение для эффективного управления денежными потоками в транснациональных корпорациях имеет классификационный подход, разделяющий внешние финансовые ресурсы *по степени их активизации*. В соответствии с этим подходом все внешние финансовые ресурсы ТНК можно разделить на основные, дополнительные и случайные внешние финансовые ресурсы, а также реально используемые и потенциальные. В этой классификации особое значение имеют специфические региональные факторы, ограничивающие активизацию и использование внешних финансовых ресурсов транснациональных корпораций. Действие этих факторов, их направления и интенсивность зависят от природных условий и сырьевой базы, наличия и состава трудоспособного населения, а также социальных традиций, нормативных правил и ограничений.

С позиций регулирования внешних финансовых ресурсов транснациональных корпораций, поступающих с мирового финансового рынка, большое значение имеет классификационный принцип, дифференцирующий ресурсы ТНК по *потокам погашения финансовых обязательств*. В оперативном плане в расчете на минимальные риски следует выделить два типа денежных потоков. Во-первых, это денежный поток внешних финансовых ресурсов, аккумулируемых для реализации крупных коммерческих проектов. Он относительно легко оценивается и контролируется. Этот тип внешних финансовых ресурсов позволяет достаточно точно определить и зафиксировать все основные параметры проекта — цены, сроки и объемы реализации, уровень риска и др. Второй тип образуют внешние финансовые ресурсы, привлекаемые транснациональными корпорациями в целях осуществления ими основной текущей деятельности.

Доступность, интенсивность, объемность этих финансовых ресурсов значительно различаются в зависимости от *целевых установок* инвесторов. Целевыми установками или предназначением внешних финансовых ресурсов транснациональных корпораций чаще всего являются поддержание их оперативного функционирования, обеспечение развития, расширения или реструктуризации. Ими могут быть реализация конкретных проектов, создание (стартовый этап) новой транснациональной корпорации. Есть и специфические целевые установки для внешних финансовых ресурсов. Речь идет о таких целевых инвестиционных приоритетах, реализуемых через международный финансовый рынок, как овладение корпорацией или контроль над ней, экономическое давление на администрацию регионов местонахождения подразделения или головного офиса корпорации, а также для спекуляций.

В качестве классификационного признака внешних финансовых ресурсов транснациональных корпораций выступают *рынки, на которых они активизируются*. Речь идет об отдельных секторах мирового финансового рынка — валютном, кредитном, фондовом и инвестиционном. Каждый располагает своими инструментами, участниками, методиками, правовой инфраструктурой, надзорными органами. Это предопределяет большую специфику в привлечении и использовании финансовых ресурсов указанных рынков.

Немаловажную роль в управлении денежными потоками ТНК играет разделение внешних финансовых ресурсов *по срокам*. Традиционно выделяют долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные внешние финансовые ресурсы. Конкретизация сроков зависит от различных факторов. К ним относятся инфляция (чем выше темпы инфляции, тем более

польз. №486952; dt: 1569491230, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491237, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

«короткими», т.е. краткосрочными, становятся финансовые ресурсы), предназначение финансовых ресурсов (в оборотные средства — короткие, в оборудование — среднесрочные, в строения — долгосрочные), сроки государственных экономических программ и др.

Для многих транснациональных корпораций активное использование финансовых ресурсов мирового финансового рынка является экономическим приоритетом. Например, в структуре источников активов корпорации Advanced Micro Devices большой удельный вес составляют заемные средства (43,7%). Коэффициенты «Задолженность/собственный капитал» и «Долгосрочная задолженность/собственный капитал» составляют соответственно 0,41 и 0,37, а коэффициент финансовой независимости — 0,55. Финансовая независимость этой и других корпораций ниже, чем у корпораций, использующих в качестве источников финансирования внутренние финансовые ресурсы и в первую очередь собственный капитал. Например, у Intel Corp. коэффициенты «Задолженность/собственный капитал» и «Долгосрочная задолженность/собственный капитал» составляют 0,03 и 0,02 соответственно, а коэффициент финансовой независимости — 0,78.

Однако столь разная политика в области финансового ресурсного обеспечения корпораций при высоком качестве финансового менеджмента и оптимальной структуре обязательств привели к тому, что обе эти корпорации, работающие в одной отрасли, но использующие различные финансовые ресурсы (AMD преимущественно внешние, а Intel — внутренние), характеризуются высокой финансовой устойчивостью. Благодаря тому, что 90% задолженности AMD составляет долгосрочная задолженность, обе корпорации имеют практически одинаковый коэффициент финансовой устойчивости — 0,79 у Intel и 0,75 у AMD, прибыльность обеих ТНК намного превышает средний уровень по отрасли (табл. 16.1).

Таблица 16.1
Показатели рентабельности корпораций Intel и AMD

Показатель	Корпорация		В среднем по отрасли (компьютеры, электроника, вычислительная техника)
	Intel	AMD	
ROE*	28,2	31,7	4,9
ROA**	22,0	17,4	9,1
ROIC	27,7	23,2	11,9

* ROE (Return On Equity) — прибыль на единицу акционерного капитала, показывает эффективность использования средств акционеров.
** ROA (Return On Assets) — прибыль на единицу активов, характеризует эффективность использования активов компании.

Приведенные данные показывают, что не только внутренние, но и внешние финансовые ресурсы, привлекаемые транснациональными корпорациями на мировом финансовом рынке, могут обеспечить эффективность бизнеса ТНК. Хотя внешними финансовыми ресурсами мирового финансового рынка сложнее управлять, они обладают рядом достоинств по сравнению с внутренними финансовыми ресурсами корпораций.

Во-первых, ресурсы, привлеченные с мирового финансового рынка, обеспечивают большую адаптивность к местным финансовым и валютным условиям: налогам, валютному контролю и валютным ограничениям, режиму валютных курсов.

Во-вторых, они могут в большей степени защищать финансы корпораций от инфляции.

польз. №486952; dt: 1569491237, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491244, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В-третьих, в отличие от внутренних финансовых ресурсов возможности их привлечения разнообразнее (рис. 16.3).



Рис. 16.3. Схема участия транснациональной корпорации на мировом финансовом рынке

Транснациональные корпорации пользуются ресурсами всех секторов мирового финансового рынка. Через механизмы международного кредитования, эмиссий корпоративных облигаций, страховых премий, инвестиционных доходов, валютных операций они имеют широкие возможности для привлечения дополнительных финансовых ресурсов. Разнообразие и многочисленность внешних финансовых ресурсов позволяют ТНК выбирать те из них, которые наиболее адекватны сложившимся экономическим, политическим, социальным условиям страны и региона, где они функционируют. Особенности структуры транснациональных корпораций, системы управления денежными потоками, региональных факторов, определяющих ресурсную политику (сырьевую, трудовую, финансовую), предполагают специфику используемых ими ресурсов мирового финансового рынка, систем и критериев оценки и выбора, методик и инструментов их активизации, путей повышения эффективности их использования.

Развитие транснациональных корпораций во многом определяется возможностями привлечения финансовых ресурсов на *валютном секторе мирового финансового рынка.* При этом необходимо принимать во внимание тот факт, что вне зависимости от вида внешнего финансового ресурса (кредиты, ценные бумаги и пр.) транснациональные корпорации вынуждены решать вопрос о том, в какой валюте производить привлечение финансовых ресурсов. Другими словами, мировой валютный рынок представляет собой основной источник внешних финансовых ресурсов ТНК.

польз. №486952; dt: 1569491244, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491248, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Существует целый ряд приоритетов, которые транснациональные корпорации рассматривают при принятии ими решения о привлечении финансовых ресурсов в иностранных валютах. Важнейшими среди них являются:

- паритет процентных ставок в данной валюте;
- форвардная ставка как важнейшее средство прогнозирования тренда валютного курса конкретной валюты;
- прогнозы динамики обменных курсов.

Выбор транснациональными компаниями той или иной валютной схемы привлечения ресурсов с мирового валютного рынка определяется соотношением стоимости привлекаемых ресурсов и рисками, которым подвергается ТНК при проведении операций на валютном секторе мирового финансового рынка. Одним из инструментов сбалансирования стоимости привлекаемых ресурсов и рисков являются производные финансовые инструменты. Транснациональные корпорации используют широкий набор производных инструментов, которые занимают значительный удельный вес в общем объеме привлеченных средств. Эта тенденция отражает усложнение и одновременно расширение возможностей привлечения внешних ресурсов ТНК на мировом финансовом рынке.

Транснациональные корпорации активно используют *ресурсы кредитного сектора мирового финансового рынка*. Внешние кредитные ресурсы дифференцируются как долгосрочные и краткосрочные, банковские и коммерческие. При этом функционирование ТНК в различных странах и регионах привносит в регулирование этого вида внешних финансовых ресурсов значительную специфику. Так, весьма популярным среди транснациональных корпораций инструментом привлечения краткосрочных финансовых ресурсов служат *прямые кредиты крупных банков*. Помимо своего непосредственного предназначения, выражающегося в привлечении финансовых ресурсов для обеспечения производственных процессов ТНК, данная форма активизации внешних ресурсов нередко имеет и косвенный подтекст. Она является своеобразным каналом для установления связей между транснациональными корпорациями и крупными банками. При этом большинство ТНК стремится диверсифицировать эти внешние финансовые ресурсы, заключая кредитные соглашения сразу с несколькими банками разных стран. Это расширяет выбор условий кредитования. Например, корпорация Westinghouse имеет кредитные соглашения с более чем 100 иностранными и местными банками.

С учетом специфики транснациональных корпораций возможно привлечение финансовых ресурсов с помощью *внешних параллельных кредитов*. Суть параллельного кредита состоит в одновременном и сбалансированном по основным параметрам привлечении кредитов каким-либо подразделением корпорации в разных странах от различных материнских компаний (рис. 16.4).



Рис. 16.4. Схема внешнего параллельного кредитования в транснациональных корпорациях

польз. №486952; dt: 1569491248, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491272, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Одной их характерных особенностей развития транснациональных корпораций является привлечение ими *синдицированных кредитов*. Эти кредиты предоставляются несколькими банками для реализации крупных проектов транснациональных корпораций. Синдицированные кредиты позволяют банкам распределять кредитный риск по отдельным участникам и поддерживать свои ликвидные ресурсы на относительно низком уровне, а транснациональным компаниям не только концентрировать заемный капитал, но снижать транзакционные издержки, связанные с его привлечением.

Аналогичные подходы характерны при выборе и использовании транснациональными корпорациями в качестве внешних финансовых ресурсов инструментов *фондового и инвестиционного секторов мирового финансового рынка*.

Транснациональные корпорации активно используют в качестве внешних финансовых ресурсов комплекс различных инструментов привлечения краткосрочных финансовых ресурсов для обеспечения ликвидности. Одним из таких эффективных инструментов является *эмиссия евровекселей* (*euronotes*). Такие векселя обычно эмитируются сроком на 1, 3 или 6 месяцев под плавающий процент, рассчитываемый на базе ставки LIBOR. Однако многие транснациональные корпорации применяют конверсионные схемы и немедленно после окончания срока действия своих векселей пролонгируют их на новый, обычно аналогичный срок. Фактически векселя превращаются из краткосрочных в среднесрочные инструменты активизации внешних финансовых ресурсов. Андеррайтинг векселей корпораций проводится коммерческими банками, которые часто сами становятся их владельцами, приобретая векселя для своих инвестиционных портфелей.

Кроме евровекселей с целью привлечения внешних краткосрочных финансовых ресурсов транснациональные корпорации активно используют эмиссии так называемых *европейских коммерческих бумаг* (*euro-commercial papers*). Эмиссия этих бумаг осуществляется, как правило, без привлечения андеррайтинговых синдикатов. Поэтому цена их реализации на рынке не может быть гарантирована заранее. Сроки действия европейских коммерческих бумаг варьируются, часто определяясь потребностями самих инвесторов. Дилеры активно работают с этими бумагами на вторичном рынке, выдвигая предложения об их возможной перепродаже до истечения срока действия.

Наиболее распространенным в практике деятельности ТНК инструментом привлечения внешних финансовых ресурсов являются *долгосрочные корпоративные облигации*. Специфика структуры и функционирования транснациональных корпораций предопределяет тщательный выбор валюты эмиссии корпоративных облигаций. Доходы и затраты по ним значительно разнятся в зависимости от вида валюты. На этот процесс влияют два основных компонента — текущая процентная ставка и динамика обменного курса данной иностранной валюты относительно внутренней валюты страны нахождения ТНК.

На практике решение валютных проблем ТНК реализуется по нескольким сценариям. Например, поскольку уровень доходности облигаций, выпущенных в иностранных валютах, нередко оказывается низким, транснациональные корпорации, расположенные в Соединенных Штатах, часто предпочитают номинировать свои облигации в других валютах. Такие корпорации, как Hewlett Packard, IBM, Pepsi Co., Walt Disney, значительную часть своих облигаций эмитируют в японских иенах с целью получения преимуществ за счет низких процентных ставок в стране этой валюты.

При благоприятной динамике валютных курсов и процентных ставок оказывается выгодным выпускать долгосрочные корпоративные еврооблигации с плавающей ставкой, которую корпорации часто предпочитают фиксированной купонной ставке.

польз. №486952; dt: 1569491272, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491272, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

В целом ряде случаев наиболее предпочтительным выбором для эмитента (заемщика) может быть не один тип валютных облигаций, а портфель из нескольких таких облигаций. *Диверсифицированный валютный фондовый портфель* может служить эффективным инструментом снижения риска, принимаемого на себя эмитентом облигаций. Упрощенной модификацией диверсифицированного валютного фондового портфеля является вариант, позволяющий привлекать финансирование в нескольких иностранных валютах без одновременной эмиссии нескольких видов облигаций. Такой инструмент активизации финансовых ресурсов в форме «валютного коктейля» имеет ряд несомненных преимуществ перед облигациями в одной валюте. Он позволяет добиться существенного снижения валютного риска ТНК. Валютный фондовый «коктейль» представляет собой некую мультивалютную счетную единицу. Если в Европе введение евро в качестве единой европейской валюты ограничило выпуск облигаций в форме «валютного коктейля», то в общемировой практике этот финансовый инструмент остается востребованным.

Крупнейшим источником привлечения транснациональными компаниями внешних финансовых ресурсов для своей деятельности выступает *инвестиционный сектор мирового финансового рынка*, тесно связанный с валютным сектором этого рынка. Одним из инструментов его использования являются *валютные депозиты*. Для эффективного использования данного инструмента инвестирования свободных финансовых ресурсов транснациональных корпораций необходим тщательный анализ и прогнозирование конъюнктуры валютного рынка. Динамика курсов валют отличается неустойчивостью. Реальный доход, т.е. доход, скорректированный на изменение обменного курса, может оказаться значительно ниже ожидаемого. Это можно проиллюстрировать на следующем примере. Допустим, что американская ТНК располагает свободными финансовыми ресурсами в сумме 1 млрд дол. Она планирует открыть трехмесячный депозит в английских фунтах стерлингов по ставке 4% за период использования депозита. Допустим, обменный курс фунта стерлингов на момент открытия депозита составляет 2 дол. за фунт. Доллары США сначала конвертируются в фунты стерлингов, что дает сумму в 500 млн фунтов стерлингов ($ 1.000.000.000 / 2). Затем сумма в фунтах стерлингов размещается на депозит в Англии. Три месяца спустя после размещения депозита английский банк выплачивает американской ТНК 520 млн фунтов стерлингов (£ 500 млн × 1,04).

Предположим, что американская транснациональная корпорация разместила депозит в английских фунтах стерлингов только из-за высокой процентной ставки. Предположим также, что на момент окончания срока депозита обменный курс фунта стерлингов снизился до 1,85 дол. за фунт. Тогда сумма, которую получит ТНК при обратной конвертации английских фунтов стерлингов в доллары, составит 962 млн дол. (£ 520 млн × 1,85 дол.). Следовательно, при данном варианте инвестирования средств американская ТНК несет убытки в размере 38 млн дол. на вложенный капитал. Депозитная операция не имеет финансового смысла.

Наряду с таким инструментом краткосрочных инвестиций, как банковские депозиты, мировой финансовый рынок предлагает и *краткосрочные ценные бумаги*. Большинство таких бумаг, выпускаемых в конкретных валютах и доступных для свободного приобретения, приносят, как правило, примерно равный доход. В связи с этим многие транснациональные корпорации предпочитают вкладывать свободные финансовые ресурсы в ценные бумаги, изначально депонированные в той валюте, которая потребуется им после окончания срока действия таких инвестиций.

На практике транснациональные корпорации, конечно, не могут иметь абсолютно точной информации об изменении валютных курсов. В качестве определенной страховки

польз. №486952; dt: 1569491272, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491283, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

от неблагоприятных изменений курсов они могут использовать принцип *диверсификации инвестиций по нескольким валютам*, т.е. инвестирование финансовых ресурсов в ценные бумаги, выпускаемые в различных видах валюты. Это позволяет существенно снизить вероятность крупных потерь в случае, если курс одной из валют начнет резко снижаться.

Для привлечения внешних финансовых ресурсов в большей мере, чем для внутренних, целесообразно использовать *брендовый инструмент*. Бренд эффективной, стабильной, динамично развивающейся ТНК, грамотно построенный и правильно оформленный, не только способствует расширению сегментов рынка, росту объемов продаж и в итоге увеличению рентабельности, но и обеспечивает повышение привлекательности транснациональной корпорации как объекта кредитных и портфельных инвестиций. Высокие рейтинги транснациональных корпораций, обладающих эффективными брендами, предопределяют благоприятные оценки их кредитоспособности и соответственно большие лимиты кредитования, а также более объемное и быстрое размещение эмитируемых ими фондовых инструментов.

16.2. Методы управления денежными потоками транснациональных корпораций

Управление денежными потоками транснациональных корпораций представляет собой разработку и реализацию системы методов оптимизации параметров денежных потоков для достижения эффективности и устойчивости ТНК с учетом воздействия международных, национальных и корпоративных факторов.

В современной практике используются разнообразные *методы оптимизации движения текущих денежных потоков*. К основным из них относятся следующие:

1) ускорение движения денежных потоков;
2) использование неттинга для минимизации издержек, связанных с конверсионными операциями;
3) минимизация налогов на денежные потоки;
4) управление заблокированными средствами;
5) применение прямых переводов финансовых ресурсов между дочерними подразделениями (лаггинг и лидинг);
6) внутрифирменное кредитование.

Основной целью управления движением денежных потоков ТНК в международном масштабе является их *ускорение*. Чем быстрее ТНК получит причитающиеся ей финансовые ресурсы, тем быстрее они могут быть использованы для тех или иных целей. Конкретные формы реализации этой задачи могут быть различны. Например, ускорение входящих денежных потоков достигается посредством платежей с предварительной авторизацией. Данный метод позволяет до определенного лимита снимать средства со счета клиента за свои товары и услуги сразу после их предоставления.

Для увеличения и интенсификации входящих денежных потоков в современной практике транснациональных корпораций используются следующие методы:

- предоплата и авансовые платежи;
- оперативное банковское кредитование в виде предоставления кредитной линии или предварительного гарантирования кредита для проведения платежей;
- широкое использование международных платежных систем, значительно ускоряющих проведение расчетов и платежей.

польз. №486952; dt: 1569491283, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491289, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Вторым способом оптимизации финансовых потоков транснациональных корпораций является использование *неттинга* для минимизации издержек по конверсионным операциям. Неттинг определяется как взаимозачет финансовых требований и по сути является синонимом клиринга. Данный прием с успехом используется для реализации совместных усилий двух или нескольких подразделений транснациональных корпораций, а также для централизованного управления финансовыми ресурсами. Он позволяет оптимизировать денежный поток за счет сокращения административных и операционных расходов, с которыми неизбежно сопряжено исполнение любой конверсионной (валютнообменной) операции.

Если одна из дочерних фирм приобретает товары у другой, у нее при проведении оплаты может возникнуть потребность в иностранной валюте. Такая же потребность может возникнуть и у второй дочерней фирмы, если она приобретает товары у первой. Но обе фирмы могут избежать операционных издержек, связанных с приобретением иностранной валюты, либо значительно снизить их, если дочерние фирмы ТНК используют метод неттинга взаимных платежей, т.е. если они зачтут друг другу свои взаимные финансовые требования за определенный период. В итоге вся процедура сведется к одному чистому платежу.

Возможности неттинга в настоящее время постоянно расширяются. Его преимущества состоят в следующем. Во-первых, благодаря неттингу значительно сокращается количество переводов между дочерними фирмами транснациональной корпорации, проводимых через границу. Это позволяет сократить общие административные издержки, сопряженные с такими переводами. Во-вторых, при неттинговых платежах снижается потребность в конверсионных операциях с иностранной валютой, поскольку сокращается само количество денежных переводов. В итоге это ведет к сокращению операционных издержек, связанных с проведением валютной конверсии. В-третьих, преимущество неттинга состоит в том, что он заставляет более четко и жестко контролировать информацию о сделках между дочерними фирмами. В результате у них возникает побудительный мотив точнее координировать взаимные усилия по формированию максимально выверенной отчетности и проведению расчетов по счетам. В-четвертых, при неттинге проще прогнозировать денежные потоки. При данной форме расчетов вместо многочисленных отдельных платежей в течение каждого заданного периода времени совершается лишь один платеж в конце этого периода в размере разницы между всеми взаимными требованиями. В свою очередь наличие продвинутой системы прогнозирования денежных потоков положительно сказывается на качестве принимаемых финансовых решений.

Неттинг как метод управления денежными потоками ТНК бывает двух видов: двусторонний и многосторонний. *Двусторонний неттинг* охватывает сделки между двумя подразделениями, например между родительской компанией и дочерней фирмой или между двумя дочерними фирмами. *Многосторонний неттинг* представляет собой более сложную схему взаимоотношений между родительской компанией и несколькими ее дочерними структурами (рис. 16.5). С учетом оптимизации денежных потоков вследствие многостороннего неттинга составляется график взаимных платежей. Для проведения консолидированных платежей используется единая валюта, которой выступает одна из наиболее используемых валют международных платежей: доллар США, евро, английский фунт, японская иена, швейцарский франк и с 2009 г. китайский юань.

Возможности многостороннего неттинга для управления внутрикорпоративными денежными потоками в транснациональных корпорациях постоянно расширяются вследствие конкретных и наглядных преимуществ этого метода оптимизации управления денежными потоками ТНК. К таким преимуществам относятся:

польз. №486952; dt: 1569491289, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491295, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

- значительное сокращение трансграничных переводов между дочерними фирмами ТНК, что сокращает административные и конверсионные издержки;
- снижение потребности в конверсионных операциях с иностранной валютой;
- более четкий и жесткий контроль сделок между дочерними фирмами, в результате чего предоставляется максимально выверенная отчетность по движению денежных потоков между аффилированными фирмами;
- упрощение прогнозирования денежных потоков.



Рис. 16.5. Оптимизация внутрикорпоративных денежных потоков между дочерними фирмами ТНК вследствие многостороннего неттинга

Система многостороннего неттинга обычно базируется на принципе централизации. Она позволяет концентрировать необходимую информацию в одном месте. На основании консолидированной информации о денежных потоках определяется чистая позиция потоков для каждой пары подразделений. Таковыми могут быть дочерние фирмы, другие производственные единицы. В конце каждого заданного периода до соответствующих подразделений могут доводиться инструкции о необходимом размере выплат. Централизованная группа (головная компания) может даже иметь запас средств в различных валютах с тем, чтобы валютные конверсии для неттинговых платежей в конце периода могли быть совершены без значительных операционных издержек.

Сущность данной системы можно проиллюстрировать на примере матрицы взаимных платежей (табл. 16.2).

Из данных табл. 16.2 следует, что канадское подразделение некой условной ТНК должно подразделению во Франции 40 млн дол., подразделению в Великобритании 80 млн дол. и т.д. В свою очередь подразделения во Франции и Великобритании должны канадскому подразделению соответственно 60 и 90 млн дол. Поскольку все дочерние фирмы имеют взаимные долги, выдвигаются требования о проведении лишь одного неттингового платежа, представляющего собой чистую разницу взаимного долга двух фирм. С учетом этого составляется график чистых выплат (табл. 16.3).

польз. №486952; dt: 1569491295, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491300, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Таблица 16.2
Матрица взаимных платежей между дочерними фирмами условной ТНК, млн дол. США

Платежи, подлежащие выплате дочерней фирмой, расположенной в странах	Платежи в пользу дочерней фирмы, расположенной в странах						
	Канада	Франция	Великобритания	Япония	Швейцария	США	Германия
Канада	—	40	80	90	20	40	60
Франция	60	—	40	30	60	50	30
Великобритания	90	20	—	20	10	0	40
Япония	100	30	50	—	20	30	10
Швейцария	10	50	30	10	—	50	70
США	10	60	20	20	20	—	40
Германия	40	30	0	40	40	70	—

Таблица 16.3
График неттинговых платежей условной ТНК, млн дол. США

Чистые платежи, которые должна выплатить дочерняя фирма, расположенная в странах	Чистые платежи, которые должна получить дочерняя фирма, расположенная в странах						
	Канада	Франция	Великобритания	Япония	Швейцария	США	Германия
Канада	—	0	0	0	10	30	20
Франция	20	—	20	0	10	0	0
Великобритания	210	0	—	0	10	0	40
Япония	10	0	30	—	0	10	0
Швейцария	10	50	30	10	—	50	70
США	0	10	20	0	0	—	0
Германия	0	0	0	50	0	30	—

Для проведения консолидированных платежей используется единый валютный эквивалент. В нашем примере — доллар США.

При всей привлекательности неттинговой системы возможности ее использования в современных условиях ограничены. Как показывает практика, в ряде стран органами валютного контроля вводятся ограничения на применение многосторонних неттинговых схем. В этом случае транснациональные корпорации активно разрабатывают другие методы оптимизации международных денежных потоков.

Необходимым условием оптимизации финансовых потоков современных крупных ТНК является *минимизация налогов на денежные потоки* (*налоговый арбитраж*), т.е. учет возможных *налоговых последствий* при той или иной корректировке денежных потоков ТНК. Например, если правительство страны, в которой располагается одно из дочерних подразделений транснациональной корпорации, распространяет на них высокие налоговые ставки, то головной офис ТНК может направить в дочернюю фирму инструкции о временной приостановке переводов в пользу этого подразделения и поиске таких объектов вложения средств, которые способны минимизировать налогооблагаемую базу.

Если налоги с отчислений в пользу головной компании ТНК осуществляются на постоянной основе, головной офис может взимать с дочернего подразделения более высо-

польз. №486952; dt: 1569491300, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491305, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

кую плату за использование своих разработок, патентов или будет взимать накладные расходы, связанные с надзором за операциями дочерних структур. В той мере, в какой все перечисленные платежи отражаются на издержках дочерних фирм, выплачиваемые ТНК налоги могут быть сокращены. Головной офис транснациональной корпорации может также создать в дочерней фирме специальное подразделение для проведения исследований и развития бизнеса, результатами деятельности которого смогли бы воспользоваться и другие дочерние фирмы, что является крупным инвестированием средств в целях ухода от налогообложения и максимизации тем самым суммарной прибыли ТНК.

Транснациональные корпорации представляют собой систему дочерних компаний, расположенных в странах, имеющих различия в национальных налоговых законодательствах. Эти структуры связаны взаимными поставками товаров, оказанием услуг, предоставлением займов и соответственно денежными потоками. В такой ситуации появляется возможность регулирования денежных потоков, при котором прибыль ТНК аккумулируется в странах с низким уровнем налогообложения. Эта задача решается, во-первых, за счет кредитной политики ТНК, при которой центрами предоставления займов и соответственно концентрации процентных доходов являются страны с низкими налогами; во-вторых, за счет трансфертных цен, используемых во взаимопоставках дочерних компаний. Эти цены позволяют максимизировать прибыль ТНК в целом, искусственно занижая прибыль одних дочерних компаний и завышая прибыль других.

Общим правилом налогообложения прибыли, используемым в мировой практике, является уменьшение налоговой базы при исчислении налога на прибыль на величину процентных платежей по привлеченным займам. При налогообложении прибыли корпораций различаются доходы, полученные от использования собственного капитала, и доходы, полученные благодаря заемным средствам.

Общее правило корпоративной политики ТНК в отношении финансирования за счет собственных или заемных средств может быть сформулировано следующим образом: займы целесообразно использовать при предоставлении ресурсов дочерним компаниям, расположенным в странах с высокими налогами, а увеличение собственного капитала дочерних компаний предпочтительнее в странах с низким уровнем налогообложения.

Как показано на рис. 16.6, при увеличении процентных платежей по кредитам происходит сокращение налогооблагаемой прибыли и соответственно уменьшение налога на прибыль. Поэтому управление структурой денежных потоков дочерних компаний путем предоставления им заемных ресурсов в рамках ТНК позволяет, с одной стороны, оптимизировать выплачиваемый ими налог на прибыль компаний, но, с другой стороны, может облагаться налогами на дивиденды в стране регистрации родительской компании, когда последняя распределяет дивиденды. В связи с этим целесообразно раздельно анализировать влияние на деятельность ТНК налоговой политики стран регистрации родительской корпорации и налоговой политики стран местонахождения дочерних компаний.

Таким образом, пользуясь различиями в национальных налоговых законодательствах стран, в которых располагаются дочерние фирмы, ТНК в целом может значительно понизить совокупную абсолютную сумму налогов на прибыль, выплачиваемых корпорацией. Рассмотрим пример, который представляет собой сильно упрощенную схему использования транснациональной корпорацией налоговых преимуществ в разных странах, но именно в силу этого очень нагляден. Предположим, что родительская фирма некоей американской транснациональной корпорации International Products приняла решение удержать из прибыли зарубежных дочерних компаний дивидендов на сумму 1 млн дол. с целью их последующего распределения. Каждая из зарубежных дочерних компаний

польз. №486952; dt: 1569491305, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491311, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

этой ТНК, расположенных в Германии, Ирландии и Франции, имела прибыль до налогообложения 2 млн дол. и поэтому была в состоянии распределить часть прибыли в виде дивидендов.

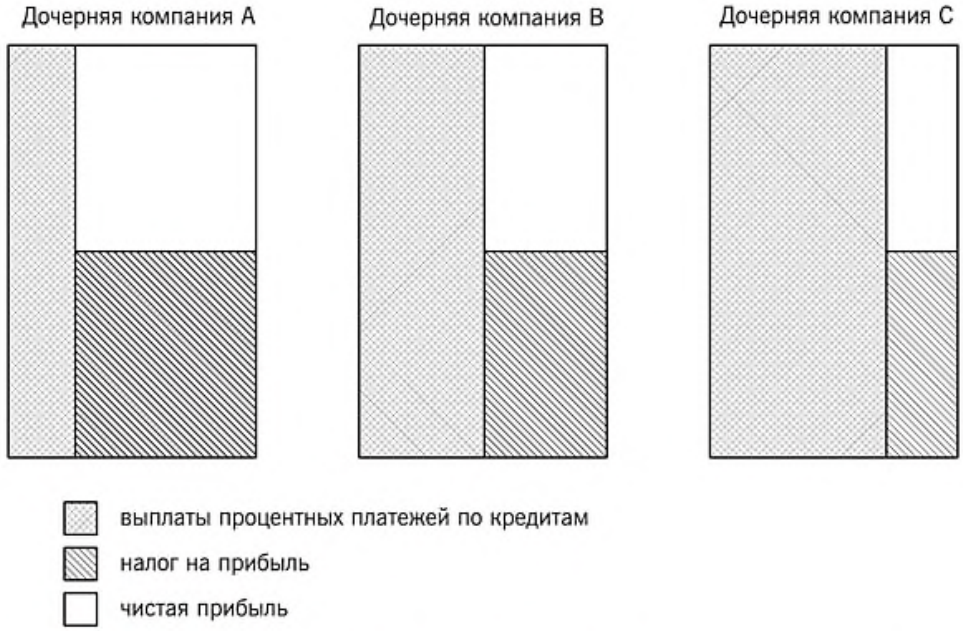


Рис. 16.6. Изменение структуры прибыли дочерних компаний A, B, C при увеличении выплат процентных платежей по кредитам

Таким образом, главной задачей международного финансового менеджмента американской ТНК International Products становится принятие оптимального решения по проведению дивидендной стратегии, которая минимизировала бы сумму налога, выплаченного ТНК по дивидендам.

Германская дочерняя фирма по национальному законодательству Германии должна выплатить налог по ставке 50% на нераспределенную прибыль (до вычета налогов) и налог по ставке 10% на выплату дивидендов. Ирландия, являясь экспортно-ориентированной экономикой, предоставляет 15-летние налоговые каникулы на прибыль, получаемую от производства продукции на экспорт. Также в этой стране не взимаются налоги на распределяемые дивиденды. Во Франции налог на прибыль компаний составляет 45% и соответственно налог на выплачиваемые дивиденды — 10%. В США корпорация выплачивает налог на прибыль по ставке 35%. В таблице 16.4 суммировано все сказанное и показано, какая схема управления денежными потоками в ТНК International Products оптимальна для минимизации налоговых выплат по распределяемым дивидендам.

Произведенные в табл. 16.4 подсчеты показывают, что самым дешевым вариантом для родительской компании в США будет перевод дивидендов из Германии. Выплачивая 1 млн дол. дивидендов от своего германского филиала, ТНК выплатит налог на прибыль в 1,86 млн дол., сократив его стоимость на 40 тыс. дол. по сравнению с возможными выплатами налога 1,9 млн дол., если бы нельзя было воспользоваться условиями налогообложения в Германии.

При учреждении дочерних компаний ТНК преследуют две различные задачи. Во-первых, в целях экономии затрат по заработной плате и налогам они открывают производст-

польз. №486952; dt: 1569491311, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491317, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

венные предприятия в развивающихся и переходных к рынку странах. Во-вторых, стремясь к увеличению объема продаж, ТНК расширяют свою сбытовую сеть в развитых странах.

Развивающиеся и переходные страны обычно используют либеральные режимы налогообложения для привлечения иностранных инвестиций и устанавливают конкурентоспособные налоговые ставки. Указанные страны стремятся побуждать ТНК к реинвестированию прибыли в их экономики и снижать масштабы ее репатриации. Поэтому низкие процентные ставки налога на прибыль сочетаются с установлением налогов, направленных на ограничение перевода прибылей в страны родительских корпораций. К таким налогам относятся налоги на переводимые за рубеж дивиденды и налоги на роялти (лицензионные платежи).

Налоги, выплачиваемые дочерними компаниями, являются прямым вычетом из доходов родительской корпорации. Поэтому размещение аффилированных структур осуществляется с учетом уровней налогообложения в конкретных странах.

Таблица 16.4

Налоговый эффект (минимизация налогообложения) от перевода дивидендов из зарубежных дочерних фирм в материнскую компанию в США, дол.

Страна расположения дочерней фирмы	Размер распределяемых дивидендов	Размер налога на прибыль, если распределяются дивиденды	Сумма налога в странах дочерних фирм	Налог на прибыль в США	Всего выплачено налогов	Налог на прибыль, если дивиденды не платятся
Германия	1 000 000	360 000 – 500 000 860 000	100 000	0*	900 000	100 000
Ирландия	1 000 000	0	0	350 000	350 000	0
Франция	1 000 000	900 000	100 000	0	1 000 000	900 000

* Расчет налогообложения для родительской фирмы в США

Прибыль до вычета налогов	2 000 000
Налог (1 000 000 × 0,50 + 1 000 000 × 0,36)	– 860 000
Прибыль после уплаты налога (чистая прибыль)	1 140 000
Дивиденды, выплачиваемые родительской компании в США	1 000 000
Налог, взимаемый с дивидендов (10%)	– 100 000
Сумма дивидендов нетто, полученная в США	900 000
Включение переведенных дивидендов в доход родительской компании в США	
Сумма дивидендов нетто, переведенных из зарубежной фирмы	1 000 000
Расчет непрямого иностранного налогообложения**	+ 754 386
Общие дивиденды родительской компании	1 754 386
Налог на прибыль в США (35%)	614 035
Наименьший размер прямого иностранного налога**	– 854 386
Налог нетто, выплаченный в США	–240 351
Налог к выплате	0

** Расчет прямого и общего кредитования по иностранным налогам.

польз. №486952; dt: 1569491317, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491324, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

(а) Прямой кредит на взимаемый налог 100 000

(б) Непрямое кредитование иностранного налогообложения

$$\frac{\text{Выплаченные дивиденды (DP)}}{\text{Прибыль после налога (PAT)}} \times \text{Иностранный налог (FT)} =$$

$$= \frac{1\,000\,000}{1\,140\,000} \times 860\,000 = 754\,386 \text{ дол.}$$

Итого 854 386 дол.

Применение *трансфертных цен*, т.е. занижение расчетных цен по отношению к реальным ценам, позволяет уменьшить объем выплачиваемых импортных пошлин. Занижение цен, по которым данный филиал получает продукцию от других филиалов транснациональной корпорации при сохранении продажных цен, приводит к росту прибыли. Соответственно возрастает налог, уплачиваемый в стране местонахождения филиала. Но этот налог зачитывается при расчете налогооблагаемой базы родительской корпорации. Следовательно, при наличии импортных пошлин ТНК выгодно применять трансфертные цены для минимизации таможенных платежей. Причем при поставках в страны, применяющие импортные пошлины, трансфертные цены должны быть занижены по сравнению с рыночными. Но объем налогов, уплачиваемых заграничными филиалами, не должен превышать размер налогового обязательства родительской корпорации в стране ее местонахождения. Иначе не удастся полностью зачесть налоги, выплачиваемые филиалами. При возникновении такой ситуации в системе управления денежными потоками ТНК целесообразно оптимизировать налоговые платежи филиалов, перенося с помощью трансфертных цен прибыли в филиалы, выплачивающие налоги по наименьшим ставкам.

При реинвестировании прибылей в дочерние компании также выгодно использование трансфертных цен, а именно: их завышение по сравнению с рыночными ценами при поставках в страны с высокими налоговыми ставками и их занижение по сравнению с рыночными при поставках в страны с низкими ставками. Как следует из рис. 16.7, прибыль дочерней компании ТНК, выбранной для концентрации финансовых ресурсов в целях ее ускоренного развития, формируется как за счет собственной деятельности, так и за счет перераспределения средств в рамках ТНК с использованием трансфертных цен.



Рис. 16.7. Формирование прибыли дочерней компании ТНК, выбранной для концентрации финансовых ресурсов в целях ускоренного развития этой компании

При анализе последствий репатриации прибылей дочерних компаний родительской корпорации следует учитывать, что в большинстве развитых стран такие прибыли частично

польз. №486952; dt: 1569491324, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491330, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

подлежат обложению, если ставки налога на прибыль для дочерних компаний выше ставки этого налога для родительской корпорации. Например, в США подлежит обложению репатриируемая прибыль дочерних компаний, если они уплатили налог по ставке меньшей, чем установленная американским законодательством. В этом случае налоговый платеж составит разницу между суммами, рассчитанными по двум ставкам.

Во многих странах местонахождения дочерних компаний перечисления дивидендов облагаются специальными налогами. Обычно такими налогами не облагаются переводимые родительской корпорации прибыли филиалов.

При планировании процесса репатриации прибыли дочерних корпораций необходимо учитывать, какой объем налоговых платежей, уже осуществленных за рубежом, может быть зачтен для родительской корпорации. Если перечисления дочерних компаний окажутся избыточными, то родительская корпорация не сможет полностью использовать налоговую льготу. Поэтому необходимо согласовывать объем налогов на прибыль, выплаченных с полученной прибыли всеми дочерними компаниями, и объем налога на прибыль, рассчитанный с совокупной прибыли дочерних компаний по ставке, действующей в стране местонахождения родительской корпорации.

Трансфертное ценообразование представляет собой основной инструмент оптимизации налогообложения ТНК. Его использование позволяет увязать результаты финансово-хозяйственной деятельности каждой из аффилированных структур ТНК с интересами корпорации в целом. Трансфертные цены по своей сути являются условно-расчетными и призваны не только минимизировать налоговые платежи, но и обеспечить концентрацию инвестиционных ресурсов в тех подразделениях ТНК, которые должны стать «точками роста».

В практике внешнеторговых операций отклонения контрактных цен на 25—30% средних рыночных цен во многих случаях являются обоснованными и определяются качественными особенностями конкретных товаров и условиями их поставки, например при использовании системы скидок. Эти обстоятельства затрудняют возможности выявления искусственно завышенных или, наоборот, заниженных цен.

Это обстоятельство широко используется ТНК. Фактически существуют безопасные пределы, внутри которых корпорации могут манипулировать ценами без риска санкций со стороны налоговых и таможенных органов. Хозяйственная практика всех развитых стран изобилует примерами завышения или занижения экспортных и импортных цен.

В принципе ТНК могут устанавливать трансфертные цены на таком уровне, чтобы обеспечивать убыточность отдельных подразделений. Но такая практика является исключением и применяется в редких случаях, например при изменениях инвестиционной стратегии корпорации, требующих ускоренной концентрации ресурсов. В наиболее распространенном случае ТНК манипулирует двумя элементами цены — размером прибыли и косвенными затратами. В частности, продукция, производимая одной из дочерних компаний, может поставляться другой с минимальной рентабельностью в случае, если необходимо занизить цену, и, наоборот, с максимальной — при необходимости завышения цен. Для увеличения косвенных затрат в цены могут частично включаться административные расходы ТНК или расходы, связанные с научно-исследовательской деятельностью.

Управление затратами и прибылью с помощью налогового администрирования и трансфертного ценообразования имеет целью максимизацию доходности ТНК в целом. Она достигается путем увеличения доходности филиалов и дочерних компаний, расположенных в странах с низким уровнем налогообложения, и занижением доходности филиалов и дочерних компаний в странах с высокими налоговыми ставками. Инструментами перераспределения прибыли между аффилированными структурами ТНК являются методы

польз. №486952; dt: 1569491330, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491339, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

калькуляции затрат, трансфертные цены, а также статус подразделений (филиалов или дочерних компаний).

Еще одним способом сокращения суммы налогов является создание центра *повторного инвойсирования* (повторного учета). Цель повторного инвойсирования состоит в переводе прибыли в подразделение, работающее в условиях низких доходов. Через центр повторного инвойсирования проходят только титулы товаров, но не сами товары. Инвойс (счет-фактура) обычно выписывается в валюте той страны, в которой функционирует дочерняя фирма, осуществляющая экспортную поставку. Центры повторного инвойсирования служат центрами перемещения и маскировки прибыли дочерних фирм, что снижает общий размер налогов, уплачиваемых транснациональной корпорацией.

Денежные потоки ТНК могут также оказаться под влиянием различных действий правительств, направленных на *блокировку средств*. Наиболее распространенная цель таких блокировок — стремление правительств удержать иностранные активы внутри страны для развития экономики, создания новых рабочих мест, снижения безработицы. Транснациональная корпорация в подобной ситуации применяет ту же стратегию, что и в случае с высокими налогами в стране нахождения дочерней фирмы. При блокировке средств правительством страны функционирования дочерней фирмы ТНК может поручить ей создать у себя подразделение, занимающееся, например, исследовательскими работами или развитием бизнеса. Во-первых, такое подразделение может приносить пользу другим дочерним фирмам. Во-вторых, это подразделение будет нести дополнительные издержки, уменьшая тем самым общую сумму налогов, уплачиваемых транснациональной корпорацией.

Когда дочерним подразделениям приходится действовать в условиях правительственных ограничений на перевод финансовых ресурсов в родительскую компанию, последняя может использовать политику привлечения этих ресурсов из местных банков в стране пребывания дочерней фирмы. При заимствовании средств через местные банки-посредники доходы дочернего подразделения используются для выплаты долгов по ранее полученным займам или кредитам, тогда как в случае отправки доходов в родительскую компанию правительство может заблокировать средства.

Оптимизация денежных потоков ТНК дает ощутимый эффект в условиях дефицита финансовых ресурсов у дочерних подразделений корпорации. В этой ситуации может использоваться *регулировка взаимных денежных потоков между отдельными дочерними фирмами*. Они могут предоставлять друг другу дополнительное финансирование путем отсрочки платежа, называемой *лаггингом*. Другим возможным вариантом их взаимных действий является проведение оплаты за товары раньше установленного срока. В коммерческой практике этот прием называется *лидингом*.

Стратегии лидинга и лаггинга в управлении денежными потоками между дочерними фирмами транснациональных корпораций имеют ряд преимуществ по сравнению с внутрикорпоративными кредитами (табл. 16.5):

- нет необходимости в оформлении коммерческого кредита в форме лидинга или лаггинга, а размер предоставляемых в форме рассрочки платежа средств увеличивается или уменьшается вследствие удлинения или сокращения сроков отсрочки платежа;
- у государства практически отсутствуют инструменты прямого регулирования стратегий лидинга и лаггинга по сравнению со стратегиями внутрифирменного кредитования;
- внутрифирменные рассрочки платежа сроком до 6 месяцев бесплатны (процент не взимается), а по всем формам внутрифирменного кредитования обязательно взимание процента.

польз. №486952; dt: 1569491339, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491345, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Стратегии лидинга и лаггинга во многих случаях позволяют избежать кредитования и снизить тем самым общие корпоративные издержки. Однако принимая решение о применении в управлении внутрикорпоративными денежными потоками стратегии лидинга или лаггинга, корпорация в целом должна учитывать возможные государственные ограничения в законодательствах стран, на территории которых располагаются аффилированные структуры ТНК. В ряде стран государственное законодательство напрямую запрещает применение этих стратегий, настаивая на том, чтобы платежи дочерних фирм производились строго на момент отгрузки товара. Более того, если в стране нет прямого запрета на проведение лидинга или лаггинга между дочерними фирмами, создаются такие коммерческие и финансовые условия, при которых объективно невозможно осуществлять эти стратегии. Например, в Японии формально разрешено осуществление лидинга и лаггинга во внутрикорпоративных платежах. Но в действительности эти стратегии практически невозможно осуществить, так как контролирующие органы требуют, чтобы все платежи осуществлялись в строгом соответствии с условиями, прописанными в оригинальных документах, в том числе и по срокам платежей. Чтобы изменить эти сроки, необходимо доказывать исключительность каждого отдельного случая. С другой стороны, в Швеции, где официально запрещен лидинг по импортным поставкам, очень часто этот запрет снимается по импорту дорогостоящего капитального оборудования.

Таблица 16.5
Эффект перераспределения денежных потоков между дочерними фирмами в результате стратегий лидинга и лаггинга

Компания А ежемесячно продает компании Б товаров на сумму 1 млн дол.			
Счета в балансе компаний А и Б (Balance Sheet Accounts)	Условия коммерческого кредитования, дол.		
	нормальные (рассрочка в 90 дней)	лидинг (сокращение рассрочки до 30 дней)	лаггинг (удлинение рассрочки до 180 дней)
Компания А			
Средства, полученные от компании Б	3000000	1000000	6000000
Компания Б			
Средства, уплаченные компании А	3000000	1000000	6000000
Денежные потоки, нетто (*Net Cash Transfers*)			
От Б к А		2000000	
От А к Б			3000000

Дополнительным методом управления денежными потоками, доступным только ТНК, являются *внутрифирменные кредиты*. Часто внутрифирменное кредитование представляет собой единственный возможный с позиций конкретных национальных законодательств метод управления денежными потоками корпорации. Внутрифирменные кредиты применяются в случае действия следующих валютно-кредитных ограничений:

а) ограничения по кредитам (лимиты кредитования или очень высокие процентные ставки);
б) валютные ограничения и валютный контроль;
в) различия в ставках налогов в разных странах.

польз. №486952; dt: 1569491345, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491350, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Существуют три вида внутрифирменного кредитования в ТНК:

1) прямое кредитование (direct loans);
2) бэк-ту-бэк кредитование (back-to-back loans);
3) параллельное кредитование (parallel loans).

Прямые кредиты представляют собой непосредственное кредитование родительской компанией дочерних структур или кредитование дочерними структурами друг друга. В двух других формах внутрифирменного кредитования в этом процессе участвуют посредники.

Кредитование бэк-ту-бэк (back-to-back loans, fronting loans, link financing) применяется для финансирования аффилированных структур ТНК, которые расположены в странах с очень высоким уровнем банковских процентных ставок, действующими валютными и другими ограничениями, системой налогообложения средств, получаемых в качестве внешнего финансирования. По типичному соглашению о бэк-ту-бэк кредите родительская компания, расположенная в стране А, депонирует денежные средства в банке страны А, который в свою очередь переводит эти средства в свой филиал, расположенный в стране Б (рис. 16.8).

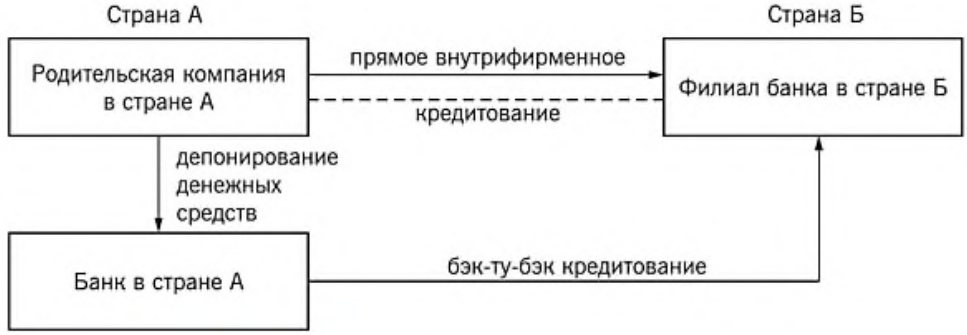


Рис. 16.8. Схема бэк-ту-бэк кредитования в ТНК

Как видно из рис. 16.8, бэк-ту-бэк кредитование — это по существу прямое внутрифирменное кредитование, но осуществленное через посредников: банк в стране А и его филиал в стране Б. Однако у бэк-ту-бэк кредитов есть два преимущества по сравнению с прямыми внутрифирменными кредитами:

1) поскольку по законодательству ряда стран взимается высокий налог с процентов, получаемых по кредитам родительской компании или аффилированных структур, то схема бэк-ту-бэк кредитов позволяет снизить налогообложение процентов и, следовательно, всю цену кредита;
2) бэк-ту-бэк кредит представляет собой по существу хеджирование денежных средств ТНК на случай возникновения неблагоприятных условий для бизнеса в стране Б.

Цена бэк-ту-бэк кредита строится из трех компонентов: уровня процента, ставки налога на процент и комиссионных за обменные валютные операции.

Параллельные кредиты представляют собой метод вывода заблокированных денежных средств из страны расположения дочерней компании, которая ввела ограничения на вывоз капиталов и репатриацию прибыли. Этот кредит, как видно на рис. 16.9, состоит из двух взаимосвязанных, но осуществляемых раздельно (параллельно) сделок кредитования и, как правило, включает четыре стороны сделки по крайней мере в двух странах. На рис. 16.9 а родительская компания из США, которая хочет перевести денежные средства в Испанию, предоставляет в кредит средства в долларах американской дочерней

польз. №486952; dt: 1569491350, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491360, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

компании испанской корпорации, которая в свою очередь хочет инвестировать денежные средства в США. В ответ испанская родительская компания предоставляет кредит в евро в Испании испанской дочерней компании американской фирмы. Все выплаты процентов, комиссионных и погашение капитальных сумм кредитов по обоим кредитам осуществляются одновременно.

На рисунке 16.9, б показано, как может быть использован параллельный кредит для разблокирования денежных средств. Взяты две ТНК с родительскими компаниями в США и дочерними структурами в Бразилии: Dow Chemical U.S. и ITT, U.S. Бразильская дочерняя компания ITT получила прибыль, которую нельзя репатриировать в США вследствие ограничений, действующих в Бразилии на вывоз капитала. Тогда она предоставляет на эту сумму кредит местной дочерней компании Dow Chemical. В свою очередь Dow Chemical U.S. предоставляет доллары ITT, U.S. в США. В результате ITT получило свои средства в США, а Dow получило необходимые ей средства в Бразилии. В обоих случаях (а, б) параллельное кредитование — не что иное, как функциональная форма внутрифирменных кредитов.

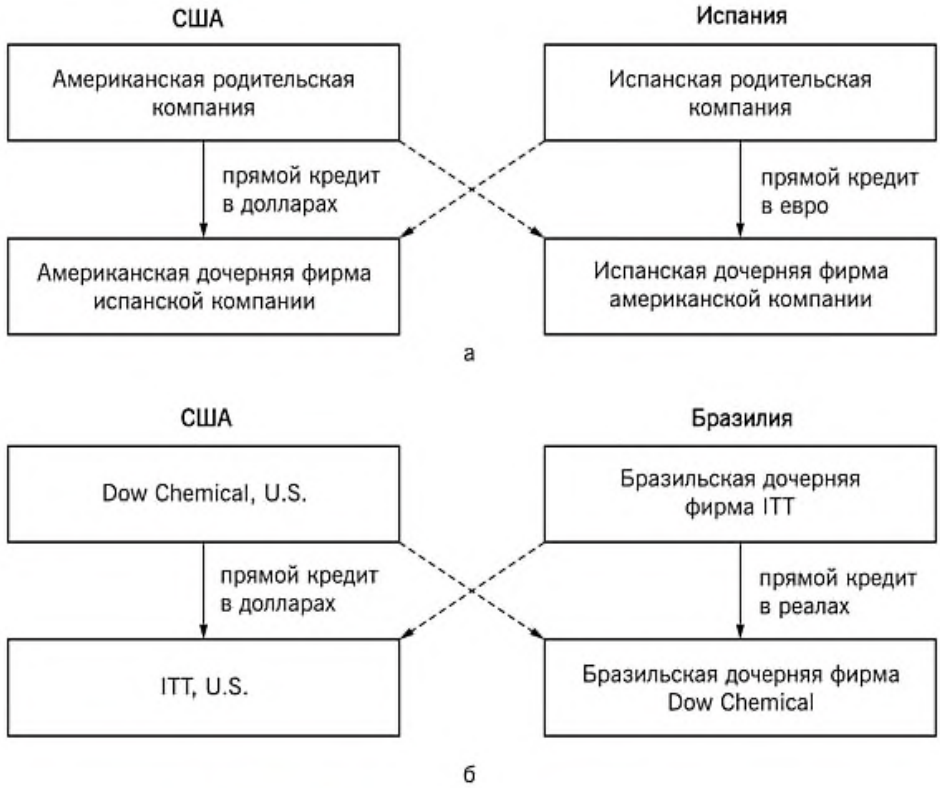


Рис. 16.9. Структура параллельных кредитов

Современной тенденцией управления финансовыми потоками ТНК является сочетание *децентрализации принятия решений в сфере финансов* с *централизацией управления денежными потоками* родительской корпорацией. Такая схема предполагает функционирование финансовых служб в дочерних компаниях и наличие *финансового центра ТНК*. Функции финансовых служб дочерних компаний состоят в разработке и реализации бюджетов ведения бизнеса, в финансовом анализе хозяйственной деятельности, в оптимизации

польз. №486952; dt: 1569491360, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491364, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

налогообложения в стране местонахождения. Финансовый центр, расположенный в офисе родительской корпорации, обеспечивает не только стратегическое, но и тактическое управление капиталом ТНК. Он разрабатывает решения о долгосрочных инвестиционных проектах и долгосрочных заимствованиях, обеспечивая внутреннее и внешнее финансирование. В то же время именно этот центр управляет денежными потоками — аккумулирует временно свободные средства дочерних компаний, минимизируя их оборотный капитал, и обеспечивает поддержание ликвидности. Схема инвойсирования отгруженной продукции и получения платежей, а также оплаты закупаемых товаров, осуществляемых через финансовый центр ТНК, приведена на рис. 16.10.

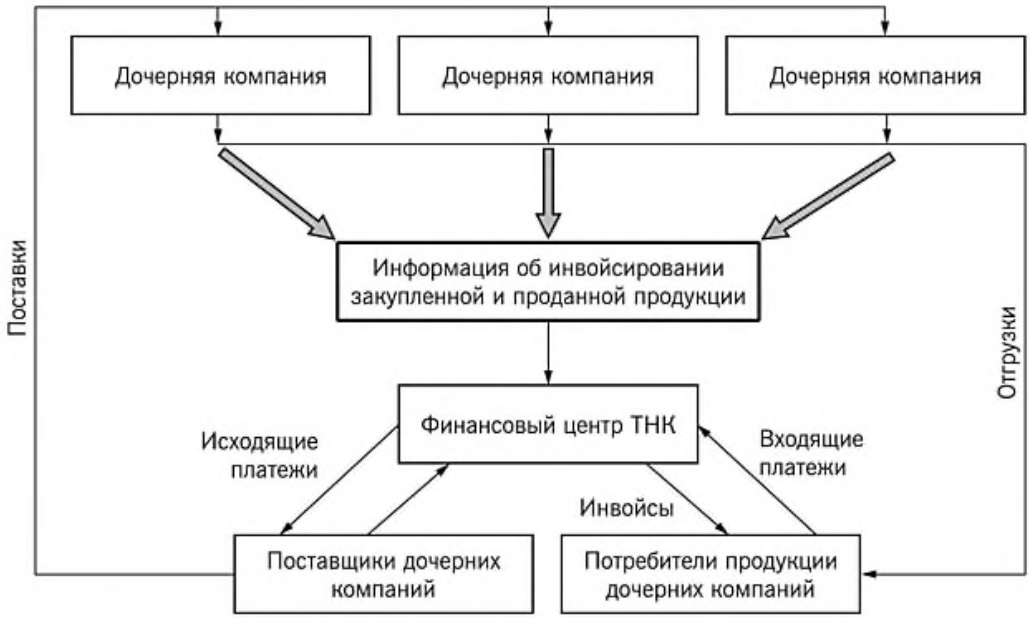


Рис. 16.10. Схема инвойсирования и оплаты через финансовый центр ТНК

В ведении единого финансового центра ТНК оказываются ресурсы дочерних компаний, стратегические направления инвестирования, привлечение заемных средств. Такое сочетание задач позволяет оперативно регулировать соотношение собственных и заемных средств ТНК и тем самым эффективно управлять денежными потоками транснациональной корпорации.

16.3. Валютные риски транснациональных корпораций

Транснациональные корпорации, работающие на мировом финансовом рынке, находятся в условиях постоянного риска или неопределенности. *Финансовые риски ТНК* — это опасность потенциально возможной, вероятной потери ресурсов или недополучения доходов по сравнению с вариантом, который рассчитан на рациональное использование ресурсов в данной сфере деятельности. Финансовые риски ТНК возникают в связи с движением денежных потоков в валюте и проявляются в основном на мировом финансовом рынке.

При осуществлении деятельности транснациональной корпорации на мировом финансовом рынке наиболее существенными принято считать следующие риски: валютные, процентные, кредитные, ликвидности, ценовые, страновые, регулятивные, операционные.

польз. №486952; dt: 1569491364, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491372, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Из перечисленных групп рисков можно выделить валютные и страновые как специфические риски ТНК, так как все остальные риски присущи также деятельности национальных корпораций.

Валютный риск ТНК — это вероятность потерь или недополучения прибыли сравнительно со значениями, которые планируются, в результате неблагоприятного изменения величины валютного курса (рис. 16.11).

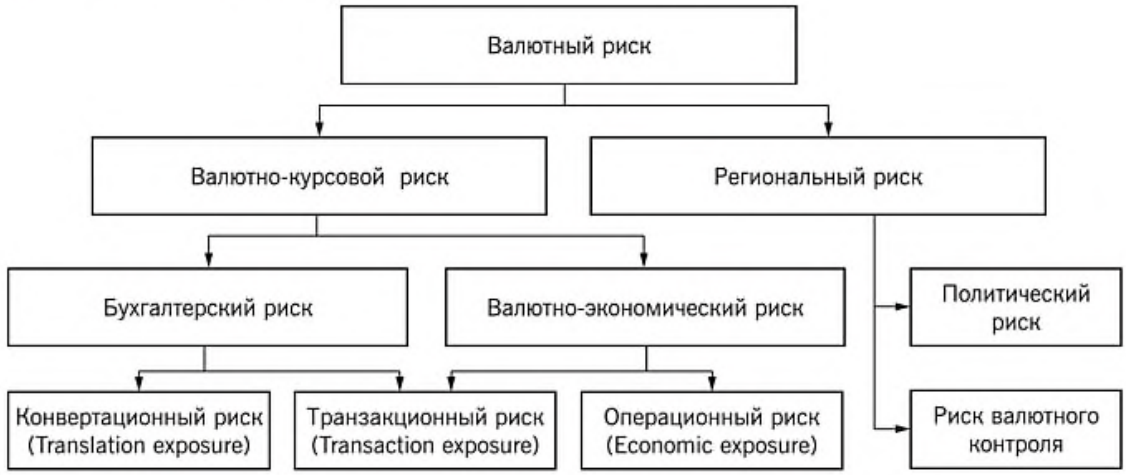


Рис. 16.11. Структура валютного риска транснациональной корпорации

Валютные риски ТНК принято классифицировать на экономические, транзакционные и трансляционные. *Экономический валютный риск* определяется как вероятность неблагоприятного влияния изменений валютного курса на экономическое положение транснациональной корпорации. Экономический риск ТНК может возникать вследствие обострения конкуренции как со стороны производителей аналогичных товаров, так и со стороны производителей другой продукции, а также вследствие перемены предпочтений потребителей.

Транзакционный (операционный) валютный риск — это риск реальных затрат или упущенной выгоды в конкретной операции или сделке. Этот риск можно определить как возможность недополучить прибыль или понести убытки вследствие непосредственного влияния изменений валютного курса на ожидаемые потоки денежных средств. Экспортер, получающий иностранную валюту за проданный товар, несет убытки от снижения курса иностранной валюты по отношению к национальной валюте, тогда как импортер, который осуществляет оплату в иностранной валюте, несет убытки от повышения курса иностранной валюты относительно национальной. Неопределенность стоимости импорта в национальной валюте, если цена указана в иностранной валюте, увеличивает риск утрат от импорта, так как в пересчете на национальную валюту цена может оказаться неконкурентной.

Трансляционный валютный риск известен также как расчетный, или балансовый, риск. Источником трансляционного валютного риска является возможность несоответствия между активами и пассивами, выраженными в валютах разных стран. Например, если германская ТНК имеет дочерний филиал в России, то у нее есть активы, стоимость которых выражена в рублях. Если у германской компании нет достаточных пассивов в рублях, компенсирующих стоимость этих активов, то компания подвержена риску. Обесценение рубля относительно евро приведет к уменьшению балансовой оценки стоимости активов дочерней фирмы, так как балансовый отчет материнской компании будет выражаться в евро.

польз. №486952; dt: 1569491372, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491377, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Аналогично компания с чистыми пассивами в иностранной валюте будет подвержена риску в случае повышения курса этой валюты.

При определении трансляционного риска важно оценить, насколько серьезную угрозу он несет. Если компания считает риск незначительным, тогда нет необходимости в его хеджировании (страховании). И напротив, при определении опасности потерь вследствие трансляционных рисков необходимо со всей серьезностью отнестись к их *хеджированию*. В широком смысле хеджирование на мировом финансовом рынке — действия, направленные на страхование капиталовложений в иностранной валюте от изменения валютного курса и других валютных рисков. В узком смысле хеджирование в валютном секторе МФР — это покупка (продажа) валютных контрактов на срок одновременно с продажей (покупкой) наличной валюты с тем же сроком поставки и проведение обратной операции с наступлением срока фактической поставки валюты.

Базовая стратегия хеджирования для уменьшения трансляционного риска сводится к увеличению суммы активов, деноминированных в валютах, обменный курс которых (относительно национальной валюты) прогнозируется к повышению, а также к уменьшению суммы активов, деноминированных в валютах, обменный курс которых (относительно национальной валюты) прогнозируется к понижению. И напротив, ТНК будет уменьшать обязательства, выраженные в сильных валютах, и увеличивать обязательства, выраженные в слабых валютах.

Например, если вероятна тенденция к девальвации конкретной иностранной валюты, то базовая *стратегия управления валютным трансляционным риском ТНК* будет включать в себя:

- снижение уровня остатков на текущих счетах в этой валюте;
- уменьшение сроков предоставляемых торговых кредитов по продажам для снижения величины счетов к получению, которые выражены в этой валюте;
- увеличение заимствований в этой валюте;
- замедление расчетов по счетам к платежу;
- заключение форвардных контрактов на продажу этой иностранной валюты.

В соответствии с этой базовой хеджинговой стратегией в распоряжении компании имеются следующие *методы управления валютным трансляционным риском ТНК*:

- коррекция валютных (денежных) потоков;
- заключение форвардных контрактов на продажу или покупку валюты;
- неттинг валютного трансляционного риска.

Коррекция денежных потоков ТНК для хеджирования трансляционного риска, связанного с предполагаемым снижением курса иностранной валюты, состоит в том, что ТНК уменьшают активы и увеличивают обязательства в этой валюте, тем самым увеличивая в ней свои нетто-текущие обязательства. А для снижения аккаунтингового риска (риска валютного счета) денежные потоки в слабой валюте, не покрытые активами в этой валюте, конвертируют в активы, выраженные в валюте, курс которой прогнозируется к повышению.

Например, компания снизит свои трансляционные убытки, если до начала понижения обменного курса конкретной иностранной валюты относительно национальной она конвертирует часть или все свои активы в этой валюте в национальную валюту (или в другую сильную валюту). Такая конверсия может быть осуществлена, прямо или косвенно, посредством различных техник по корректировке денежных потоков в валюте.

Техника коррекции валютных потоков сводится к изменению величины и (или) валюты планируемых денежных потоков фирмы. *Прямые методы* такой *коррекции* включают в себя:

польз. №486952; dt: 1569491377, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491383, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

1) установление цен на экспортную продукцию в сильных, а на импортную — в слабых валютах;
2) инвестирование в ценные бумаги и другие активы, выраженные в сильных валютах;
3) заимствование и создание других типов обязательств в слабых валютах.

Косвенные методы коррекции валютных потоков охватывают:

1) изменение трансфертных цен по внутрифирменным продажам;
2) ускорение или замедление внутрифирменных платежей дивидендов, комиссионных и роялти;
3) применение техники лидз-энд-лэгз по внутрифирменным счетам к получению и платежу;
4) использование других методов внутрифирменных трансфертов денежных потоков в валюте.

Из приведенных базовых методов хеджирования трансляционного валютного риска ТНК наиболее часто используется *метод лидз-энд-лэгз*. Он означает ускорение или задержку инкассирования или платежа по межфилиальным счетам ТНК к платежу или к получению. Приведем примеры использования метода «лидз-энд-лэгз».

Случай «А». Хеджирование трансляционного валютного риска при ожидании девальвации иностранной валюты против национальной валюты

1. Заключение форвардных контрактов на продажу слабой иностранной валюты.
2. Снижение уровня денежных средств на банковских счетах и рыночных ценных бумаг в слабой иностранной валюте.
3. Уменьшение счетов к получению в слабой иностранной валюте (ужесточение условий торгового кредита).
4. Задержка инкассирования счетов к получению в сильной валюте.
5. Ускорение импорта товаров в сильной валюте.
6. Увеличение заимствований в слабой иностранной валюте.
7. Задержка оплаты счетов к платежу в слабой иностранной валюте.
8. Ускорение переводов дивидендов и комиссионных в слабой валюте в адрес родительской фирмы и других подразделений компании.
9. Ускорение оплаты межфилиальных счетов к платежу в слабой валюте.
10. Задержка инкассирования межфилиальных счетов к получению в слабой иностранной валюте.
11. Фактурирование новых контрактов по экспорту в сильной, а по импорту — в слабой иностранной валюте.

Случай «Б». Хеджирование трансляционного валютного риска при ожидании ревальвации иностранной валюты против национальной валюты

1. Заключение форвардных контрактов на покупку сильной иностранной валюты.
2. Увеличение суммы денежных средств и рыночных ценных бумаг в сильной иностранной валюте.
3. Увеличение сумм счетов к получению в сильной иностранной валюте (ослабление условий торгового кредита).
4. Ускорение инкассирования счетов к получению в слабой валюте.
5. Замедление импорта товаров в слабой валюте.
6. Уменьшение заимствований в сильной валюте.
7. Ускорение оплаты счетов к платежу в сильной иностранной валюте.
8. Задержка переводов дивидендов, комиссионных и роялти в сильной валюте в адрес родительской фирмы и других подразделений компании.

польз. №486952; dt: 1569491383, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491388, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

9. Задержка оплаты межфилиальных счетов к платежу в сильной валюте.

10. Ускорение инкассирования межфилиальных счетов к получению в сильной валюте.

11. Фактурирование новых контрактов по экспорту в сильной, а по импорту — в слабой иностранной валюте.

Заключение форвардных (фьючерсных) контрактов представляет собой второй по частоте применения после метода лидз-энд-лэгз инструмент защиты от валютного трансляционного риска ТНК. Это связано с тем, что большая часть международного бизнеса ТНК осуществляется в тех нескольких валютах, для которых существуют развитые форвардные рынки (эти валюты активно используются фирмами, а также банками, правительственными агентствами и пр.). Продажа или покупка форвардных валютных контрактов снижает трансляционный риск компании, поскольку создает требования (активы) или обязательства в иностранной валюте, компенсирующие такой риск.

Предположим, что на некоторую дату (например, начало октября) английское подразделение американской фирмы IBM имеет трансляционный риск 50 млн фунтов стерлингов, так как активы компании в фунтах стерлингов превышают обязательства в этой валюте на эту сумму. Английское подразделение фирмы IBM может покрыть трансляционный риск посредством продажи 50 млн фунтов стерлингов на форвардном рынке со сроком погашения на дату составления консолидированного баланса фирмы (конец декабря). Тогда убыток (доход) на эту трансляционную позицию будет покрыт корреспондирующим доходом (убытком) на форвардный контракт.

Доход (или убыток) на форвардный контракт имеет форму денежного потока. Однако он используется для нейтрализации нереализуемого в деньгах трансляционного (бухгалтерского) убытка (или дохода). Это может в свою очередь потребовать дополнительного хеджирования. Причем теперь уже это будет хеджирование валютного операционного риска.

Неттинг риска является дополнительной техникой по управлению валютным трансляционным риском, которая используется крупными ТНК с валютными позициями в нескольких иностранных валютах. Как уже было сказано, эта техника означает компенсирование открытой позиции в одной валюте посредством открытия противоположной (или такой же) позиции в той же (или в другой) иностранной валюте. При этом хеджирование осуществляется с той целью, чтобы доходы или убытки по этим позициям компенсировали друг друга.

В соответствии с ожидаемыми изменениями валютных курсов фирмы обычно заключают форвардные контракты, осуществляют заимствования иностранной валюты и коррекцию своей ценовой и кредитной политики. При этом критерием выбора выступает сравнительная стоимость этих видов хеджирования.

Страновой риск ТНК представляет собой совокупный, обобщенный риск ведения бизнеса в конкретной стране в силу ее природно-климатических, политических, экономических и социальных особенностей. Страновой риск имеет сложную динамичную структуру.

Управление валютными рисками ТНК осуществляется через центры инвойсирования. В частности, в этих центрах обеспечивается диверсификация валют и формирование денежных потоков из валют, которые способны проявлять разнонаправленную кратко- и среднесрочную динамику. Тем самым снижаются возможные курсовые потери. Кроме того, проводится единая для ТНК политика хеджирования с применением наиболее эффективного набора финансовых инструментов мирового финансового рынка. При этом обеспечивается оперативность принятия решений, необходимая при усилении волатильности обменных курсов валют.

польз. №486952; dt: 1569491388, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491394, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Ключевые термины

- Исходящие и входящие денежные потоки ТНК.
- Оптимизация и ускорение денежных потоков ТНК.
- Диверсифицированный валютный портфель.
- Внешние параллельные кредиты.
- Эмиссия евровекселей.
- Неттинг.
- Минимизация налогов на денежные потоки ТНК (налоговый арбитраж).
- Трансфертные цены.
- Повторное инвойсирование.
- Лидинг и лаггинг.
- Внутрифирменные кредиты.
- Финансовый центр ТНК.
- Транзакционный валютный риск.
- Трансляционный валютный риск.
- Хеджирование валютных рисков ТНК.

Контрольные и дискуссионные вопросы

1. В чем состоят специфические особенности денежных потоков транснациональных корпораций?
2. Какие факторы определяют формирование денежных потоков транснациональных корпораций?
3. Как классифицируются внешние финансовые ресурсы ТНК, аккумулируемые на мировом финансовом рынке?
4. Каковы приоритеты транснациональных корпораций при привлечении внешних валютных ресурсов?
5. В чем состоит экономический смысл внешних параллельных кредитов?
6. Каковы механизмы эмиссии евровекселей и европейских коммерческих бумаг?
7. Зачем нужен транснациональной корпорации диверсифицированный валютный портфель?
8. Каковы базовые методы оптимизации денежных потоков ТНК и как достигается ускорение денежных потоков ТНК?
9. В чем преимущества стратегий неттинга в управлении денежными потоками транснациональной корпорации?
10. Как осуществляется минимизация налогов на денежные потоки ТНК?
11. Зачем нужно использование механизма трансфертных цен при управлении денежными потоками транснациональной корпорации?
12. Что такое повторное инвойсирование?
13. В чем преимущества и недостатки стратегий лидинга и лаггинга для ТНК?
14. Каковы основные функции финансового центра ТНК по управлению денежными потоками?
15. Как хеджируется трансляционный валютный риск транснациональной корпорации?

польз. №486952; dt: 1569491394, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

польз. №486952; dt: 1569491403, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99

Литература

Анализ инфраструктуры корпоративного управления в России: сохранится ли стремление к реформам корпоративного управления и принесет ли оно плоды? URL : http://www.standardandpoors.ru/pdfs/CG_in_Russia_2010RUS1_2_.pdf

Вестник МакКинзи — http://www.vestnikmckinsey.ru

Вылкова Е.С., Романовский М.В. Налоговое планирование. СПб. : Питер, 2004. С. 93.

Гончаренко Л.И. Налоговое администрирование коммерческих банков России : монография. М. : Цифровичок, 2009.

Звонова Е.А., Слепов В.А. Международный финансовый рынок. М. : Магистр, 2014.

Исследование практики корпоративного управления в России: сравнительный анализ по итогам 2004—2009 гг. Новые тенденции в 2009 г. URL : http://www.rid.ru

Кодекс корпоративного поведения, утвержденный распоряжением ФКЦБ России 4 апреля 2002 г. № 421/р.

Корпоративное управление в России — http://www.corpgov.ru

Корпоративное управление. Классика Harvard Business Review. М. : Альпина Бизнес Букс, 2007.

Налоговый кодекс Российской Федерации. Части первая от 31 июля 1998 г. № 146ФЗ и вторая от 5 авг. 2000 г. № 117ФЗ (с изм. и доп.).

Национальный совет по корпоративному управлению — http://nccg.ru

Оценка стоимости бизнеса: учебник ; под ред. М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой. М.: КНОРУС, 2015.

Перемены мышления: корпоративное управление и перспективы инвестиций Россия и США. Коллектив авторов. URL : www.nccg.ru

Принципы корпоративного управления ОЭСР. URL : http://www.oecd.org

Радаев В. Корпоративное управление в современной России: опыт и перспективы. URL : www.nccg.ru

Российский институт директоров — http://www.rid.ru

Федеральное агентство по управлению государственным имуществом — http://www.rosim.ru

Федеральный закон от 26.12.1995 № 208ФЗ «Об акционерных обществах» (последняя редакция от 06.04.2015).

Федеральный закон от 28 декабря 2013 г. № 420ФЗ «О внесении изменений в статью 27.53 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации».

Чаран Р. Совет директоров. Технологии эффективной работы. Коллегиальное управление в современном бизнесе. М. : Добрая книга, 2006.

Bakker A., Kloosterhof S. Tax Risk Management. From Risk to Opportunity. IBFD, 2010.

GAAP.ru — теория и практика управленческого учета — http://gaap.ru

National Bureau of Economic Research — http://www.nber.org

Tax Risk Management. The Evolving Role of Tax Directors. EYGM, 2004.

польз. №486952; dt: 1569491403, email: 253857@r.ru, ip: 198.16.66.99