

СОЧИНСКИЙ ИНСТИТУТ (ФИЛИАЛ)  
ФЕДЕРАЛЬНОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО АВТОНОМНОГО  
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОГО УЧРЕЖДЕНИЯ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
«РОССИЙСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ ДРУЖБЫ НАРОДОВ»

---

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ

---

**В. Н. КОНДРАТЬЕВ, В. В. КОНДРАТЬЕВ**



# ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ



---

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ

---

**ПРОФ**  
пресс

РОСТОВ-НА-ДОНУ — 2017

УДК 336.648  
К 64

*Рецензент:*

*декан экономического факультета, к.э.н. доцент Т.В. ШУРУХИНА*

**К 64** В. Н. Кондратьев, В. В. Кондратьев. Финансовый менеджмент: Учебное пособие / Сочинский институт (филиал) РУДН. — Ростов н/Д: Проф-пресс, 2017. — 152 с.

В пособии рассмотрены актуальные теоретические и практические проблемы финансового менеджмента. Предназначено для подготовки студентов, преподавателей и аспирантов по направлению 38.03.01 «Экономика».

УДК 336.648

**ISBN 978-5-905468-85-8**

© Кондратьев В. Н., Кондратьев В. В., составление, 2017  
© ООО «Профпресс», оригинал-макет, 2017

# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>АННОТАЦИЯ</b> .....	6
<b>ГЛАВА 1. ПРЕДМЕТ, ЗАДАЧИ, БАЗОВЫЕ ПОНЯТИЯ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА</b> .....	7
1.1. Сущность, цель и задачи финансового менеджмента .....	7
1.2. Функции финансового менеджмента .....	9
1.3. Терминология и базовые понятия финансового менеджмента. Базовые концепции финансового менеджмента .....	12
1.4. Основные этапы развития финансового менеджмента .....	15
<b>ГЛАВА 2. ФИНАНСОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И ФИНАНСОВЫЙ МЕХАНИЗМ ПРЕДПРИЯТИЯ</b> .....	19
2.1. Понятие финансовой деятельности и финансового механизма предприятия .....	19
2.2. Внешняя правовая и налоговая среда. Информационное обеспечение финансового механизма .....	20
2.3. Сферы финансового менеджмента .....	21
<b>ГЛАВА 3. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ПРИНЯТИЯ ФИНАНСОВЫХ РЕШЕНИЙ</b> .....	22
3.1. Понятие леввериджа и его виды .....	22
3.2. Финансовый левверидж и концепции его расчета .....	23
3.3. Операционный левверидж и его эффект .....	26
3.4. Оценка совокупного риска, связанного с предприятием .....	28
3.5. Стоимость капитала и расчет средневзвешенной стоимости капитала .....	29
<b>ГЛАВА 4. УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ ПРЕДПРИЯТИЯ</b> .....	33
4.1. Источники и методы финансирования .....	33
4.2. Понятие дивидендной политики и основные теории .....	35
4.3. Типы дивидендной политики .....	37
4.4. Порядок выплаты дивидендов .....	38
4.5. Дивидендная политика и регулирование курса акций .....	39
<b>ГЛАВА 5. УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМИ АКТИВАМИ</b> .....	42
5.1. Политика предприятия в области оборотного капитала .....	42
5.2. Управление денежными средствами и их эквивалентами .....	43
5.3. Управление дебиторской задолженностью .....	47
5.4. Управление запасами .....	49
5.5. Управление источниками финансирования оборотных средств и виды стратегий финансирования .....	51
5.6. Планирование потребности в оборотных средствах и выбор источника их финансирования .....	52

<b>ГЛАВА 6. ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ</b> .....	55
6.1. Сущность, содержание и виды финансовых рисков .....	55
6.2. Методы оценки финансовых рисков .....	56
6.3. Способы снижения финансовых рисков .....	57
<b>ГЛАВА 7. ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ АНАЛИЗА     ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ И ФИНАНСОВОГО     ПРОГНОЗИРОВАНИЯ НА ПРЕДПРИЯТИИ</b> .....	59
7.1. Основные принципы анализа финансового состояния предприятия ...	59
7.2. Финансовое прогнозирование на предприятии .....	60
7.3. Этапы финансового прогнозирования .....	62
7.4. Проблемы подхода к прогнозированию на основе метода пропорциональной зависимости показателей от объема реализации .....	64
<b>ГЛАВА 8. УПРАВЛЕНИЕ ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬЮ     И ЛИКВИДНОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ</b> .....	66
8.1. Оценка платежеспособности .....	66
8.2. Управление денежными активами .....	68
8.3. Система контроля за денежными активами предприятия .....	71
<b>ГЛАВА 9. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ</b> .....	72
9.1. Особенности инвестиционного процесса в России .....	72
9.2. Формы государственного регулирования инвестиционной деятельности .....	73
9.3. Классификация инвестиционных проектов .....	75
9.4. Особенности управления финансовыми инвестициями .....	76
9.5. Принципы формирования инвестиционного портфеля .....	77
9.6. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов .....	79
<b>ГЛАВА 10. ФИНАНСОВЫЕ СТРАТЕГИИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ</b> .....	82
10.1. Теоретические основы слияния и поглощения .....	82
10.2. Цели и мотивы осуществления сделок слияний и поглощений, выбор объектов .....	84
10.3. Классификация типов слияний и поглощений .....	93
10.4. Механизм и методы слияний и поглощений .....	96
10.5. Методы оценки эффективности и последствия слияний и поглощений .....	105
10.6. Современные тенденции и динамика российского рынка слияний и поглощений .....	114
<b>ГЛАВА 11. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ</b> .....	116
10.1. Основы международного финансового менеджмента .....	116
10.2. Менеджмент валютных операций .....	119

10.3. Финансовый менеджмент МНК .....	123
10.4. Менеджмент валютных рисков .....	126
<b>ГЛАВА 12. БАНКРОТСТВО И АНТИКРИЗИСНОЕ ФИНАНСОВОЕ УПРАВЛЕНИЕ .....</b>	<b>130</b>
11.1. Понятие и виды кризиса предприятия .....	130
11.2. Сущность и задачи антикризисного финансового управления предприятием .....	133
11.3. Процедуры банкротства в Российской Федерации .....	135
<b>ТЕСТЫ ПО ДИСЦИПЛИНЕ «ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ» .....</b>	<b>142</b>
<b>ЗАДАЧИ ПО ДИСЦИПЛИНЕ «ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ» .....</b>	<b>147</b>
<b>ЛИТЕРАТУРА .....</b>	<b>149</b>



# ▶ АННОТАЦИЯ

---

**И**злагается современная концепция управления организацией, функционирующей в условиях рыночной экономики, с позиций фундаментального подхода к пониманию финансового менеджмента. При этом не упускаются из виду потребности практической деятельности современного менеджера. Учебное пособие рассматривает проблемы и вопросы управления финансами предприятия во всем разнообразии взаимосвязанных тенденций развития организации и современного менеджмента.

Проблемы финансового управления рассматриваются во взаимосвязи с проблемами роли контроллинга, управления финансами в условиях кризиса, меняющимися условиями инвестиционной политики, угрозы банкротства. Издание предназначено для студентов, обучающихся по специальности «Менеджмент», «Финансы», «Экономика», а также для аспирантов, преподавателей и практических работников — менеджеров, работающих в условиях рыночной экономики.



# ▶ ГЛАВА I

## ПРЕДМЕТ, ЗАДАЧИ, БАЗОВЫЕ ПОНЯТИЯ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

---

- 1.1. Сущность, цель и задачи финансового менеджмента.
  - 1.2. Функции финансового менеджмента.
  - 1.3. Терминология и базовые понятия финансового менеджмента. Базовые концепции финансового менеджмента.
  - 1.4. Основные этапы развития финансового менеджмента.
- 

### 1.1. СУЩНОСТЬ, ЦЕЛЬ И ЗАДАЧИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

**Ф**инансовый менеджмент представляет собой важную часть менеджмента, или форму управления процессами финансирования предпринимательской деятельности.

Финансовый менеджмент, или управление финансами предприятия, означает управление денежными средствами, финансовыми ресурсами в процессе их формирования, распределения и использования с целью получения оптимального конечного результата.

Финансовый менеджмент представляет собой управление финансами предприятия, направленное на оптимизацию прибыли, максимизацию курса акций, максимизацию стоимости бизнеса, чистой прибыли на акцию, уровня дивидендов, чистых активов в расчете на одну акцию, а также на поддержание конкурентоспособности и финансовой устойчивости хозяйствующего субъекта.

Финансовый менеджмент как наука управления финансами направлена на достижение стратегических и тактических целей хозяйствующего субъекта.

Финансовый менеджмент как система управления состоит из двух подсистем:

- 1) управляемая подсистема (объект управления);
- 2) управляющая подсистема (субъект управления).

Финансовый менеджмент реализует сложную систему управления совокупно стоимостной величиной всех средств, участвующих в воспроизводственном процессе, и капиталом, обеспечивающим финансирование предпринимательской деятельности.

**Объектом** управления является совокупность условий осуществления денежного оборота и движения денежных потоков, кругооборота стоимости, движения финансовых ресурсов и финансовых отношений, возникающих во внутренней и внешней среде предприятия. Поэтому в объект управления включаются следующие элементы:

- 1) денежный оборот;
- 2) финансовые ресурсы;
- 3) кругооборот капитала;
- 4) финансовые отношения.

**Субъект** управления — совокупность финансовых инструментов, методов, технических средств, а также специалистов, организованных в определенную финансовую структуру, которые осуществляют целенаправленное функционирование объекта управления. Элементами субъекта управления являются:

- 1) кадры (подготовленный персонал);
- 2) финансовые инструменты и методы;
- 3) технические средства управления;
- 4) информационное обеспечение.

**Целью** финансового менеджмента является выработка определенных решений для достижения оптимальных конечных результатов и нахождения оптимального соотношения между краткосрочными и долгосрочными целями развития предприятия и принимаемыми решениями в текущем и перспективном финансовом управлении.

**Главной целью** финансового менеджмента является обеспечение роста благосостояния собственников предприятия в текущем и перспективном периоде. Эта цель получает конкретное выражение в обеспечении максимизации рыночной стоимости бизнеса (предприятия) и реализует конечные финансовые интересы его владельца.

**Основные задачи** финансового менеджмента:

1. Обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов в соответствии с потребностями предприятия и его стратегией развития.
2. Обеспечение эффективного использования финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности предприятия.
3. Оптимизация денежного оборота и расчетной политики предприятия.



4. Максимизация прибыли при допустимом уровне финансового риска и благоприятной политике налогообложения.

5. Обеспечение постоянного финансового равновесия предприятия в процессе его развития, т.е. обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности.

## 1.2. ФУНКЦИИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

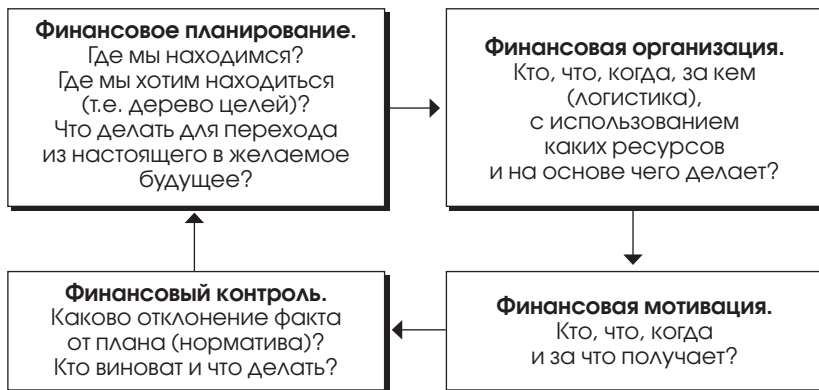
**Функции финансового менеджмента** подразделяются на две группы:

- функции финансового менеджмента как управляющей системы;
- функции финансового менеджмента как специальной области управления предприятием.

Любая управленческая деятельность предполагает выполнение стандартных управленческих функций (функции управляющей системы). В этой связи финансовый менеджмент — это интегрированный процесс планирования, организации, мотивации и контроля, направленный на оптимизацию деятельности организации по формированию, распределению и использованию ею финансовых ресурсов (рис. 1).

Функции финансового менеджмента как системы управления:

- финансовое планирование (бюджетирование);
- финансовая организация;
- мотивация на достижение намеченных финансовых показателей;
- финансовый контроль (контроллинг или управленческий учет).



**Рис. 1.** Взаимодействие управленческих функций в системе управления

## **Основные функции финансового менеджмента как управляющей системы.**

**1. Функция разработки финансовой стратегии предприятия:** исходя из общей стратегии экономического развития предприятия и прогноза конъюнктуры финансового рынка, формируется система целей и целевых показателей финансовой деятельности на долгосрочный период; определяются приоритетные задачи, решаемые в ближайшей перспективе и разрабатывается политика действий предприятия по основным направлениям его финансового развития. Финансовая стратегия предприятия — неотъемлемая составляющая общей стратегии его экономического развития.

**2. Организационная функция** обеспечивает принятие и реализацию управленческих решений по всем аспектам финансовой деятельности предприятия; реализуется по иерархическому или функциональному признаку с выделением конкретных «центров ответственности». В процессе реализации этой функции финансового менеджмента необходимо обеспечивать постоянную адаптацию организационных структур к меняющимся условиям функционирования предприятия и направлениям финансовой деятельности. Организационные структуры финансового менеджмента должны быть интегрированы в общую организационную структуру управления предприятием.

**3. Информационная функция** обеспечивает обоснование нескольких возможных альтернативных вариантов управленческих решений; определяет объемы и содержание информационных потребностей финансового менеджмента; формирует внешние и внутренние источники информации, удовлетворяющие эти потребности; организует постоянный мониторинг финансового состояния предприятия и конъюнктуры финансового рынка.

**4. Функция анализа** различных аспектов финансовой деятельности предприятия предполагает экспресс-оценку и углубленную оценку отдельных финансовых операций, а также результатов финансовой деятельности отдельных дочерних предприятий, филиалов и «центров ответственности» и обобщенных результатов финансовой деятельности. Критерии данной оптимизации — финансовые показатели, в т. ч. коэффициенты предприятия в целом и в разрезе отдельных направлений.

**5. Функция планирования** обеспечивает разработку системы стратегических текущих планов и оперативных бюджетов по основным направлениям финансовой деятельности, различным структурным подразделениям и по предприятию в целом.

Основа такого планирования — разработанная финансовая стратегия предприятия, требующая конкретизации на каждом этапе его развития.

**6. Стимулирующая функция** обеспечивает систему стимулирования реализации принятых управленческих решений в области финансовой деятельности, формирует систему поощрения и санкций в разрезе руководителей и менеджеров отдельных структурных подразделений предприятия соответственно за выполнение или невыполнение установленных целевых финансовых показателей, финансовых нормативов и плановых заданий. Индивидуализация такой системы стимулирования обеспечивается внедрением на предприятии контрактной формы оплаты труда руководителей подразделений и финансовых менеджеров.

**7. Функция контроля** обеспечивает эффективный контроль за реализацией принятых управленческих решений в области финансовой деятельности; реализуется за счет создания систем внутреннего контроля на предприятии, разделения контрольных обязанностей отдельных служб и финансовых менеджеров, определения системы контролируемых показателей и контрольных периодов, оперативного реагирования на результаты осуществляемого контроля.

**Функции финансового менеджмента как специальной области управления предприятием:**

- управление активами;
- управление капиталом;
- управление инвестициями;
- управление денежными потоками;
- управление финансовыми рисками.

**1. Функция управления активами** предполагает выявление реальной потребности в отдельных видах активов исходя из предусматриваемых объектов операционной деятельности предприятия, и определение их суммы в целом; оптимизацию состава активов с позиций эффективности комплексного их использования; обеспечение ликвидности отдельных видов оборотных активов и ускорение цикла их оборота; выбор эффективных форм и источников их финансирования.

**2. Функция управления капиталом.** В процессе ее реализации определяется общая потребность в капитале для финансирования предприятия; оптимизируется структура капитала в целях обеспечения наиболее эффективного его использования; разрабатывается система мероприятий по рефинансированию капитала в наиболее эффективные виды активов.

**3. Функция управления инвестициями** заключается в определении важнейших направлений инвестиционной деятельности предприятия; оценке инвестиционной привлекательности отдельных реальных проектов и финансовых инструментов и отборе наиболее эффективных из них; формировании реальных инвестиционных программ и портфеля финансовых инвестиций; выборе наиболее эффективных форм финансирования инвестиций.

**4. Функция управления денежными потоками** заключается: в формировании входящих и выходящих потоков денежных средств предприятия, их синхронизации по объему и во времени по отдельным предстоящим периодам; в эффективном использовании остатка временно свободных денежных активов.

**5. Функция управления финансовыми рисками и предотвращения банкротства.** В процессе ее реализации выявляется состав основных финансовых рисков, присущих хозяйственной деятельности данного предприятия; оценивается уровень этих рисков и объем связанных с ними возможных финансовых потерь в разрезе отдельных операций и по хозяйственной деятельности в целом; формируется система мероприятий по профилактике и минимизации отдельных финансовых рисков, а также их страхованию; на основе постоянного мониторинга диагностируется уровень угрозы банкротства и при высоком его уровне используются механизмы антикризисного финансового управления предприятием.

### **1.3. ТЕРМИНОЛОГИЯ И БАЗОВЫЕ ПОНЯТИЯ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА. БАЗОВЫЕ КОНЦЕПЦИИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА**

Финансовый менеджмент базируется на следующих взаимосвязанных основных концепциях:

1. Концепции денежного потока.
2. Концепции временной ценности денежных ресурсов.
3. Концепции компромисса между риском и доходностью.
4. Концепции цены капитала.
5. Концепции эффективности рынка капитала.
6. Концепции асимметричности информации
7. Концепции агентских отношений.
8. Концепции альтернативных затрат.



#### **Концепция денежного потока предполагает:**

1) идентификацию денежного потока, его продолжительность и вид (краткосрочный, долгосрочный, с процентами или без);

2) оценку факторов, определяющих величину элементов денежного потока;

3) выбор коэффициента дисконтирования, позволяющего сопоставить элементы потока, генерируемые в различные моменты времени;

4) оценку риска, связанного с данным потоком, и способы его учета.

**Концепция временной ценности денежных ресурсов.** Временная ценность — объективно существующая характеристика денежных ресурсов. Она определяется тремя основными причинами:

а) инфляцией;

б) риском недополучения, или неполучением ожидаемой суммы;

в) оборачиваемостью.

**Концепция компромисса между риском и доходностью.** Смысл концепции: получение любого дохода в бизнесе практически всегда сопряжено с риском, и зависимость между ними прямо пропорциональная. В то же время возможны ситуации, когда максимизация дохода должна быть сопряжена с минимизацией риска.

**Концепция цены капитала.** Обслуживание того или иного источника финансирования обходится для фирмы не одинаково, следовательно, цена капитала показывает минимальный уровень дохода, необходимый для покрытия затрат по поддержанию каждого источника и позволяющий не оказаться в убытке.

Количественная оценка цены капитала имеет ключевое значение в анализе инвестиционных проектов и выборе альтернативных вариантов финансирования предприятия.

**Концепция эффективности рынка капитала.** Операции на финансовом рынке (с ценными бумагами) и их объем зависят от того, насколько текущие цены соответствуют внутренним стоимостям ценных бумаг. Рыночная цена зависит от многих факторов, и в том числе от информации. Информация рассматривается как основополагающий фактор, и насколько быстро информация отражается на ценах, настолько меняется уровень эффективности рынка.

Термин «эффективность» в данном случае рассматривается не в экономическом, а в информационном плане, т.е. степень эффективности рынка характеризуется уровнем его информационной насыщенности и доступности информации участникам рынка.

Достижение информационной эффективности рынка базируется на выполнении следующих условий:

■ рынку свойственна множественность покупателей и продавцов;

■ информация доступна всем субъектам рынка одновременно, и ее получение не связано с затратами;

- отсутствуют транзакционные затраты, налоги и другие факторы, препятствующие совершению сделок;

- сделки, совершаемые отдельным физическим или юридическим лицом, не могут повлиять на общий уровень цен на рынке;

- все субъекты рынка действуют рационально, стремясь максимизировать ожидаемую выгоду;

- сверхдоходы от сделки с ценными бумагами невозможны как равновероятностное прогнозируемое событие для всех участников рынка.

Существует две основные характеристики эффективного рынка:

1. Инвестор на этом рынке не имеет обоснованных аргументов ожидать больше, чем в среднем доход на инвестиционный капитал при заданной степени риска.

2. Уровень дохода на инвестируемый капитал — это функция степени риска.

Эта концепция эффективности рынка на практике может быть реализована в трех формах эффективности:

- слабой;
- умеренной;
- сильной.

В условиях *слабой* формы текущие цены на акции полностью отражают динамику цен предшествующих периодов. При этом невозможен обоснованный прогноз повышения или понижения курсов на основе статистики динамики цен.

В условиях *умеренной* формы эффективности текущие цены отражают не только имеющиеся в прошлом изменения цен, но и всю равнодоступную информацию, которая, поступая на рынок, немедленно отражается на ценах.

В условиях *сильной* формы текущие цены отражают как общедоступную информацию, так и ограниченную информацию, т.е. вся информация является доступной, следовательно, никто не может получить сверхдоходы по ценным бумагам.

**Концепция асимметричности информации** напрямую связана с пятой концепцией. Ее смысл заключается в следующем: отдельные категории лиц могут владеть информацией, недоступной другим участникам рынка. Использование этой информации может дать положительный и отрицательный эффект.

**Концепция агентских отношений** введена в финансовый менеджмент в связи с усложнением организационно-правовых форм бизнеса. Суть: в сложных организационно-правовых формах присутствует разрыв между функцией владения и функцией управления, то есть владельцы компаний удалены от управления, которым

занимаются менеджеры. Для того чтобы нивелировать противоречия между менеджерами и владельцами, ограничить возможность нежелательных действий менеджеров, владельцы вынуждены нести агентские издержки (участие менеджера в прибылях либо согласие с использованием прибыли).

**Концепция альтернативных затрат:** любое вложение всегда имеет альтернативу.

#### 1.4. ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

**В** странах с рыночной экономикой принципы и методы этого управления еще на рубеже XIX–XX веков оформились в специализированную область знаний, получившую название «финансовый менеджмент» (известный американский специалист в области финансового менеджмента Ю. Бриггем связывает ее зарождение как самостоятельной научной дисциплины в США, где впервые возник этот термин, с 90-ми годами XIX столетия).

И. А. Бланк считает, что за прошедший период финансовый менеджмент прошел ряд этапов, в процессе которых постоянно расширялся круг изучаемых им проблем и углублялся методологический аппарат их исследования.

*На первоначальном этапе* своего становления (1890–1930 гг.) финансовый менеджмент был направлен на решение следующих основных проблем:

- определение источников и форм привлечения капитала в процессе создания новых фирм и компаний;
- изучение возможностей увеличения финансовых ресурсов в процессе расширения бизнеса за счет таких внешних источников, как эмиссия акций и облигаций; формирование организационно-экономических основ эмиссионной деятельности компаний;
- рассмотрение финансовых аспектов и форм объединения отдельных компаний;
- формирование системы рейтинговой оценки облигаций и других долговых обязательств, а позднее и акций;
- разработку системы основных индикаторов состояния и динамики конъюнктуры финансового рынка. Первый такой индекс, отражающий динамику котировки основных фондовых инструментов, был предложен Ч. Доу, что заложило основы технического анализа конъюнктуры фондового рынка.

*Второй этап развития* финансового менеджмента (1931–1950 гг.) был связан, прежде всего, с преодолением негативных по-

следствий Великой депрессии 1930 г. и послевоенного экономического спада. Для этого периода были характерны высокие темпы инфляции, массовое банкротство предприятий, низкая инвестиционная активность субъектов хозяйствования, коллапс всех основных видов финансовых рынков. Важнейшими целями управления финансовой деятельностью предприятий этого периода являлись вывод предприятий из кризисного состояния и предотвращение их банкротства, с одной стороны, и восстановление их активности как субъектов финансового рынка, с другой.

Соответственно, научные усилия в области финансового менеджмента были направлены на решение следующих основных проблем:

- формирование системы методов углубленной диагностики и критериев интегральной оценки финансового состояния предприятий (с соответствующим совершенствованием информационной базы). В эти годы была разработана обширная система финансовых коэффициентов и ряд моделей интегральной оценки финансового состояния хозяйствующих субъектов; заложены методологические основы современного финансового анализа; унифицированы основные стандарты финансовой отчетности предприятий;

- определение основных направлений вывода предприятий из финансового кризиса, а также форм и методов регулирования процедур санации и банкротства. На этом этапе были сформированы основы антикризисного финансового управления предприятием;

- унификация основных инструментов финансового инвестирования, условий и правил их эмиссии;

- унификация правил и норм поведения хозяйствующих субъектов на различных организованных финансовых рынках, а также процедур ведения торгов;

- формирование методов и показателей оценки реальной рыночной стоимости;

- основных финансовых инструментов инвестирования. С этим периодом связана первая разработка методологических принципов оценки различных финансовых инструментов с учетом фактора риска.

Научные разработки в области финансового менеджмента получили отражение в целом ряде правовых актов того времени. В частности, на их основе в США в этом периоде были приняты Закон о ценных бумагах (1933 г.), Закон о банках (1933 г.), Закон о фондовой бирже (1934 г.), Закон о холдинговых компаниях (1935 г.), Закон о банкротстве (1938 г.) и другие, которые заложили основу



современного государственного регулирования финансовой деятельности предприятий.

*Третий этап развития* финансового менеджмента (1951–1980 гг.) — период расцвета его концептуальных основ. Этот этап характеризовался поступательным экономическим развитием большинства стран, активной интеграцией отдельных национальных экономик в систему мирового экономического хозяйства, углублением исследований в области общеэкономической теории и теории менеджмента, индивидуализацией методов управления всеми основными аспектами финансовой деятельности предприятий.

На этом этапе научные разработки в области финансового менеджмента были сконцентрированы на решении следующих основных проблем:

- теоретическое обоснование главной цели финансовой деятельности предприятия (а соответственно и финансового менеджмента) и ее места в системе общих целей его развития;

- выявление условий эффективного формирования портфеля финансовых инвестиций;

- углубление методологических подходов и методического аппарата оценки реальной рыночной стоимости (инвестиционной привлекательности) различных видов финансовых инструментов инвестирования (финансовых активов, обращающихся на фондовом рынке);

- формирование условий равного доступа к информации для всех участников финансового рынка, обеспечение его прозрачности;

- разработка методологии оценки стоимости капитала, привлекаемого из различных источников, и управления его структурой;

- формирование теоретических основ дивидендной политики компании, обеспечивающей возрастание ее рыночной стоимости;

- повышение эффективности управления оборотными активами предприятия и оптимизация отдельных их видов (запасов, дебиторской задолженности, денежных средств и их эквивалентов);

- оптимизация схем и диверсификация источников финансирования активов предприятия;

- формирование методологических основ финансового планирования и бюджетирования;

- исследование финансовых аспектов слияния, поглощения, разделения и других форм реорганизации предприятий.

*Четвертый, современный этап развития* финансового менеджмента (с 1981 г. по настоящее время) характеризуется усилением процессов глобализации экономики, возрастанием нестабильности конъюнктуры отдельных видов финансовых рынков, как наци-

ональных, так и мировых (наиболее ощутимым в этом отношении был финансовый кризис 1997–1998 гг.), ускорением темпов научно-технологического прогресса. В этих условиях развитие финансового менеджмента направлено на решение следующих основных проблем:

- интеграция теоретических выводов различных научных школ (американской, европейской, японской и др.) по основным концептуальным подходам к управлению финансами предприятия;
- обоснование принципов и моделей финансового обеспечения устойчивого роста предприятия;
- совершенствование системы методов фундаментального анализа конъюнктуры финансового рынка с учетом специфики функционирования отдельных его видов и сегментов;
- активная разработка новых финансовых инструментов и финансовых технологий в сфере управления финансами предприятий;
- формирование нового направления финансовой науки — «финансовой инженерии»;
- дальнейшее развитие информационных технологий в сфере финансового рынка и финансов предприятий; интеграция теоретических выводов и методического аппарата финансового менеджмента и управленческого учета;
- углубление методов оценки инвестиционной привлекательности отдельных финансовых активов, в первую очередь, производных ценных бумаг;
- совершенствование методов оценки и формирование эффективной системы управления недиверсифицируемыми финансовыми рисками предприятия;
- конкретизация теоретических положений и методов стратегического менеджмента в процессе формирования методологических основ разработки финансовой стратегии предприятия.



# ▶ ГЛАВА 2

## ФИНАНСОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И ФИНАНСОВЫЙ МЕХАНИЗМ ПРЕДПРИЯТИЯ

---

- 2.1. Понятие финансовой деятельности и финансового механизма предприятия.
  - 2.2. Внешняя правовая и налоговая среда. Информационное обеспечение финансового механизма.
  - 2.3. Сферы финансового менеджмента.
- 

### **2.1. ПОНЯТИЕ ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА ПРЕДПРИЯТИЯ**

**Ф**инансовая деятельность предприятия связана с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов, финансовыми и денежными отношениями, возникающими во внутренней и внешней среде предприятия. Финансовая деятельность включает следующие виды:

- 1) отношения, связанные с формированием уставного капитала и его распределением между собственниками;
- 2) отношения, связанные с авансированием уставного капитала во внеоборотные и оборотные активы;
- 3) деятельность, связанная с формированием валовых доходов предприятия и их распределением в целях покрытия производственных затрат, то есть обеспечением финансовыми ресурсами производственного процесса;
- 4) деятельность, связанная с выполнением обязательств перед бюджетной системой;
- 5) деятельность, связанная с выполнением обязательств перед собственниками предприятия по выплате им доходов;
- 6) деятельность, связанная с реинвестированием прибыли в целях приращения активов;
- 7) деятельность, связанная с формированием различных резервов предприятия;

8) отношения, связанные с формированием фондов стимулирования и социальной защиты работников;

9) деятельность, связанная с размещением свободных финансовых ресурсов предприятия и привлечением дополнительных финансовых ресурсов на финансовом рынке;

10) деятельность, связанная с перераспределением финансовых ресурсов внутриотраслевого или межотраслевого характера в случае вхождения предприятия в различные ассоциации, концерны, синдикаты, холдинги, финансово-промышленные группы;

11) деятельность, связанная с получением субсидий и субвенций из бюджетов разных уровней.

**Финансовый механизм** предприятия представляет собой совокупность финансовых методов, рычагов, инструментов, а также правового, нормативного и информационного обеспечения, возникающих во внутренней и внешней среде предприятия.

Финансовая деятельность предприятия реализуется посредством финансового механизма.

## **2.2. ВНЕШНЯЯ ПРАВОВАЯ И НАЛОГОВАЯ СРЕДА. ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА**

### **Правовая среда:**

■ основные законодательные акты, регулирующие предпринимательскую деятельность: Гражданский кодекс, законы «Об акционерных обществах», «О кооперативах», «О банках и банковской деятельности»;

■ законодательные акты, связанные с налоговым регулированием;

■ законодательные акты по охране окружающей среды, безопасности жизнедеятельности и охране труда;

■ законодательные акты, касающиеся социального страхования и обеспечения;

■ законодательные акты, связанные с внешнеэкономической деятельностью предприятий;

■ законодательные акты, регулирующие безналичные и наличные расчеты предприятия.

Налоговая среда: виды основных налогов, уплачиваемых предприятием.

Информационная среда включает:

1) информация внешнего характера:

- информация, формируемая на финансовых рынках;
- информация налогового характера;

- информация о стоимости ресурсов на различных рынках;
- информация о конкурентах;
- информационное обеспечение о внешнеэкономической деятельности предприятия.

2) информация внутреннего характера:

- финансовая отчетность;
- статистическая отчетность;
- внутренняя отчетность;
- данные первичного бухгалтерского учета.

### **2.3. СФЕРЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА**

Сферы финансового менеджмента:

1. Финансовый анализ и планирование, а также финансовое прогнозирование:

- оценка и анализ активов и источников их формирования;
- оценка величины и состава ресурсов, необходимых для поддержания экономического потенциала компании и расширения ее деятельности;
- оценка источников дополнительного финансирования;
- формирование системы контроля за составлением и эффективным использованием финансовых ресурсов.

2. Обеспечение предприятия финансовыми ресурсами:

- оценка объема требуемых финансовых ресурсов;
- выбор форм их получения;
- оценка степени доступности и времени получения этих ресурсов;
- оценка стоимости обладания данным видом ресурсов (% дисконт и др.);
- оценка риска, ассоциируемого с данным источником финансирования.

3. Распределение и использование финансовых ресурсов:

- анализ и оценка долгосрочных и краткосрочных решений инвестиционного характера;
- оптимальность времени трансформирования финансовых ресурсов в другие виды ресурсов (материальные, трудовые, денежные);
- целесообразность и эффективность вложений в ОФ, НМА и формирование их рациональной структуры;
- оптимальное использование оборотных средств;
- обеспечение эффективности финансовых вложений.

# ▶ ГЛАВА 3

## МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ПРИНЯТИЯ ФИНАНСОВЫХ РЕШЕНИЙ

---

- 1.1. Понятие леввериджа и его виды.
  - 1.2. Финансовый левверидж и концепции его расчета.
  - 1.3. Операционный левверидж и его эффект.
  - 1.4. Оценка совокупного риска, связанного с предприятием.
  - 1.5. Стоимость капитала и расчет средневзвешенной стоимости капитала.
- 

### 3.1. ПОНЯТИЕ ЛЕВВЕРИДЖА И ЕГО ВИДЫ

**Левверидж** в приложении к финансовой сфере трактуется как определенный фактор, небольшое изменение которого может привести существенному изменению результирующих показателей.

В финансовом менеджменте различают следующие виды леввериджа:

- финансовый;
- производственный (операционный);
- производственно-финансовый.

Всякое предприятие является источником риска. При этом риск возникает на основе факторов производственного и финансового характера. Эти факторы формируют расходы предприятия. Расходы производственного и финансового характера не являются взаимозаменяемыми, однако, величиной и структурой затрат производственного и финансового характера можно управлять. Это управление происходит в условиях свободы выбора источников финансирования и источников формирования затрат производственного характера. В результате использования различных источников финансирования складывается определенное соотношение между собственными и заемным капиталом, а так как заемный капитал является платным, и по нему образуются финансовые из-

держки, возникает необходимость измерения влияния этих издержек на конечный результат деятельности предприятия. Поэтому финансовый леверидж характеризует влияние структуры капитала на величину прибыли предприятия, а разные способы включения кредитных издержек в себестоимость оказывают влияние на уровень чистой прибыли и чистую рентабельность собственного капитала.

Итак, **финансовый** леверидж характеризует взаимосвязь между изменением чистой прибыли и изменением прибыли до выплаты процентов и налогов.

**Производственный** леверидж зависит от структуры издержек производства и, в частности, от соотношения условно-постоянных и условно переменных затрат в структуре себестоимости. Поэтому производственный леверидж характеризует взаимосвязь структуры себестоимости, объема выпуска и продаж и прибыли. Производственный леверидж показывает изменение прибыли в зависимости от изменения объемов продаж.

**Производственно-финансовый** леверидж оценивает совокупное влияние производственного и финансового левериджа. Здесь происходит мультипликация рисков предприятия.

### 3.2. ФИНАНСОВЫЙ ЛЕВЕРИДЖ И КОНЦЕПЦИИ ЕГО РАСЧЕТА

**В** финансовом менеджменте существуют две концепции расчета и определения эффекта финансового левериджа. Эти концепции возникли в разных школах финансового менеджмента.

#### 1. Западноевропейская концепция.

Эффект финансового левериджа трактуют как приращение к рентабельности собственного капитала, получаемое благодаря использованию заемного капитала. Рассмотрим следующий пример:

ПОКАЗАТЕЛИ	Предприятие 1	Предприятие 2	Предприятие 3
1. Активы, тыс. руб.	1000	1000	1000
2. Пассивы, тыс. руб., в т.ч.:			
■ СК;	1000	1000	1000
■ ЗК	1000	700	300
3. Прибыль до выплаты процентов и налогов	—	300	700
4. Экономическая рентабельность активов, ЭРА = (БП+%) / Аср · 100	400	400	400

>>

ПОКАЗАТЕЛИ	Предприятие 1	Предприятие 2	Предприятие 3
5. Издержки по выплате процентов (25%)	40%	40%	40%
6. Чистая прибыль, тыс. руб., ЧП = (БП – Σ%) · (1-н)	—	75	175
7. Чистая рентабельность СК, ЧРСК = ЧП / СК <sub>ср</sub> · 100	400 (1–0,3) = 280 280 / 1000 · 100 = 28%	(400–75) · (1–0,3) = 227,5 227,5 / 700 · 100 = 32,5%	(400–175) · (1–0,3) = 157,5 157,5 / 300 · 100 = 52,5%

Вывод: предприятия 2 и 3 используют СК более эффективно; об этом свидетельствует показатель ЧРСК, а ЗК используют с большей отдачей, чем цена его привлечения. Такую стратегию привлечения ЗК называют **стратегией спекуляции капитала**.

Показатель прибыли до выплаты процентов и налогов является базовым показателем финансового менеджмента, который характеризует создаваемый предприятием доход на привлеченный капитал. Иначе он называется **нетто-результат эксплуатации инвестиций (НРЭИ)**.

$$\text{НРЭИ} = \text{БП} - \Sigma\%$$

Рассмотрим влияние финансового левериджа на ЧРСК для предприятия, использующего как ЗК, так и СК, и выведем формулу, отражающую влияние финансового левериджа на ЭРА.

$$\text{ЧРСК} = \frac{(\text{НРЭИ} - \Sigma\%) \cdot (1 - n)}{\text{СК}_{\text{ср}}}$$

$$\text{ЭРА} = \text{НРЭИ} / (\text{СК} + \text{ЗК});$$

$$\text{НРЭИ} = \text{ЭРА} \cdot (\text{СК}_{\text{ср}} + \text{ЗК}_{\text{ср}});$$

$$\text{ЧРСК} = \frac{\text{ЭРА} \cdot (\text{СК}_{\text{ср}} + \text{ЗК}_{\text{ср}}) - \Sigma_{\text{кр}}}{\text{СК}_{\text{ср}}} \cdot (1 - n) =$$

$$= \frac{\text{ЭРА} \cdot \text{СК}_{\text{ср}} + \text{ЭРА} \cdot \text{ЗК}_{\text{ср}-i} \cdot \text{ЗК}}{\text{СК}_{\text{ср}}} \cdot (1 - n) =$$

$$= (\text{ЭРА} \cdot 1 + \text{ЭРА} \cdot (\text{ЗК}_{\text{ср}} / \text{СК}_{\text{ср}}) - i \cdot (\text{ЗК}_{\text{ср}} / \text{СК}_{\text{ср}})) \cdot (1 - n) \\ = \text{ЭРА} \cdot (1 - n) + (\text{ЗК}_{\text{ср}} / \text{СК}_{\text{ср}}) \cdot (\text{ЭРА} - i) \cdot (1 - n)$$



Итак, эффект финансового левириджа по 1-й концепции расчета определяется:

$$\text{ЭФЛ} = (ЗК_{\text{ср}} / СК_{\text{ср}}) \cdot (\text{ЭРА} - i) \cdot (1 - n),$$

где  $(\text{ЭРА} - i)$  — дифференциал,  $(ЗК_{\text{ср}} / СК_{\text{ср}})$  — плечо рычага.

## 2. Американская концепция расчета финансового левириджа.

Эта концепция рассматривает эффект в виде приращения ЧП на одну обыкновенную акцию на приращение НРЭИ, то есть этот эффект выражает прирост ЧП, полученный за счет приращения НРЭИ.

$$\text{ЭФЛ} = \left( \frac{\Delta \text{ЧП}}{\text{КОА}} / \frac{\text{ЧП}}{\text{КОА}} \right) / (\Delta \text{НРЭИ} / \text{НРЭИ})$$

$$\text{ЧП} = (\text{НРЭИ} - \Sigma\%_{\text{кр}}) \cdot (1 - n)$$

$$\Delta \text{ЧП} = (\Delta \text{НРЭИ} - \Sigma\%_{\text{кр}}) \cdot (1 - n) = \Delta \text{НРЭИ} \cdot (1 - n)$$

$$\text{ЭФЛ} = \frac{\Delta \text{ЧП}}{\text{ЧП}} / \frac{\Delta \text{ЧП}}{\text{ЧП}} = \frac{\Delta \text{НРЭИ} \cdot (1 - n)}{(\text{НРЭИ} - \Sigma\%_{\text{кр}}) \cdot (1 - n)} = \frac{\text{НРЭИ}}{\Delta \text{НРЭИ}} =$$

$$= \text{НРЭИ} / (\text{НРЭИ} - \Sigma\%_{\text{кр}}) = (\text{БП} + \Sigma\%_{\text{кр}}) / \text{БП}$$

$$\text{ЭФЛ} = \text{НРЭИ} / (\text{НРЭИ} - \Sigma\%_{\text{кр}}) = (\text{БП} + \Sigma\%_{\text{кр}}) / \text{БП}$$

Эта формула показывает степень финансового риска, возникающего в связи с использованием ЗК, поэтому, чем больше сила воздействия финансового левириджа, тем больше финансовый риск, связанный с данным предприятием:

а) для банкира — возрастает риск невозмещения кредита:

б) для инвестора — возрастает риск падения дивиденда и курса акций.

Таким образом, первая концепция расчета эффекта позволяет определить безопасную величину и условия кредита, вторая концепция позволяет определить степень финансового риска, и используется для расчета совокупного риска предприятия.

### 3.3. ОПЕРАЦИОННЫЙ ЛЕВЕРИДЖ И ЕГО ЭФФЕКТ

**П**онятие **операционного леве́риджа** связано со структурой себестоимости и, в частности, с соотношением между условно-постоянными и условно-переменными затратами. Рассмотрение в этом аспекте структуры себестоимости позволяет, во-первых, решать задачу максимизации прибыли за счет относительного сокращения тех или иных расходов при приросте физического объема продаж; во-вторых, деление затрат на условно-постоянные и условно-переменные позволяет судить об окупаемости затрат и предоставляет возможность рассчитать запас финансовой прочности предприятия на случай затруднений, осложнений на рынке, а, в-третьих, дает возможность рассчитать критический объем продаж, покрывающий затраты и обеспечивающий безубыточную деятельность предприятия.

Решение этих задач позволяет прийти к следующему выводу: если предприятие создает определенный объем условно-постоянных расходов, то любое изменение выручки от продаж порождает еще более сильное изменение прибыли. Это явление называется **эффектом производственного (операционного) леве́риджа (ЭОЛ)**.

**Например:** Допустим в отчетном году выручка от реализации составила 10 млн руб. при совокупных переменных затратах 8,3 млн руб. и постоянных затратах 1,5 млн руб. Прибыль = 0,2 млн руб. Предположим, что в плановом году планируется увеличение выручки за счет физического объема продаж на 10% (т. е. 11 млн руб.). Постоянные расходы = 1,5 млн руб. Переменные расходы увеличиваются на 10% (т. е.  $8,3 \cdot 1,1 = 9,13$  млн руб.). Прибыль от реализации = 0,37 млн руб. (т. е.  $11 - 9,13 - 1,5$ ). Темп роста прибыли  $(370 / 200) \cdot 100 = 185\%$ . Темп роста выручки = 110%. На каждый прирост выручки мы имеем прирост прибыли 8,5%, т. е.  $\text{ЭОЛ} = 85\% / 10\% = 8,5\%$ .

Таким образом силу (эффект) производственного леве́риджа можно рассматривать как характеристику делового риска предприятия, возникающего в данной сфере бизнеса или в связи с его отраслевой принадлежностью. А измерить этот эффект можно как процентное изменение прибыли от реализации после возмещения переменных затрат (или НРЭИ) при данном проценте изменения физического объема продаж.

$$\text{ЭОЛ} = \frac{\Delta \text{НРЭИ}}{\text{НРЭИ}} = \frac{\Delta Q}{Q}$$

где  $Q$  — физический объем продаж,  $p$  — цена,  $p \cdot Q$  — выручка от реализации,  $S_{пз}$  — ставка переменных затрат на выпуск продукции,  $S_{пост}$  — постоянные затраты.

$$\text{НРЭИ} = p \cdot Q - (S_{пз} \cdot Q + S_{пост}) = Q \cdot (p - S_{пз}) - S_{пост}$$

$$\Delta \text{НРЭИ} = \Delta Q \cdot (p - S_{пз})$$

$$1. \text{ЭОЛ} = \frac{Q \cdot (p - S_{пз})}{Q \cdot (p - S_{пз}) - S_{пост}} \cdot \frac{Q}{Q} = \frac{Q \cdot (p - S_{пз})}{Q \cdot (p - S_{пз}) - S_{пост}} = \frac{\text{НРЭИ} + S_{пост}}{\text{НРЭИ}}$$

$$\text{ЭОЛ} = 1 + (S_{пост} / \text{НРЭИ})$$

$$2. \text{ЭОЛ} = \text{МД} / (\text{МД} - S_{пост}) = \text{МД} / \text{П}$$

Эти формулы позволяют ответить на вопрос, насколько чувствителен маржинальный доход (МД) к изменению объема производства и продаж, и насколько хватило бы МД не только на покрытие постоянных расходов, но и на формирование прибыли.

В связи с понятием эффекта производственного левериджа возникает понятие запаса финансовой прочности (ЗФП), который обеспечивает получение прибыли предприятия, и понятие предела безопасности (безубыточный объем производства и продаж или критический объем продаж).

$$p \cdot Q - (Q \cdot S_{пз} + S_{пост}) = 0$$

$$Q_{к(натур.)} = S_{пост} / (p - S_{пз})$$

$$Q_{к(стоим.)} = Q_{к(натур.)} \cdot p = \frac{S_{пост}}{p - S_{пз}} \cdot p = \frac{S_{пост}}{(p - S_{пз}) / p} = \frac{S_{пост}}{1 - (S_{пз} / p)} = \frac{S_{пост}}{\text{МД} / p}$$

$$\text{ЗФП} = \text{ВР}_ф - Q_{к(стоим.)} \cdot p$$

где  $\text{ВР}_ф$  — выручка от реализации (фактическая),  $Q_{к(стоим.)}$  — критический объем в стоимостном выражении, ЗФП — запас финансовой прочности.

### 3.4. ОЦЕНКА СОВОКУПНОГО РИСКА, СВЯЗАННОГО С ПРЕДПРИЯТИЕМ

**П**онятие совокупного риска связано с двумя видами рисков, которые генерирует практически любое предприятие, то есть с риском предпринимательским (деловым) и риском финансовым, связанным со структурой источников финансирования.

● **Предпринимательский риск** связан с конкретным бизнесом предприятия, гибкостью экономической стратегии, позволяющей нивелировать отрицательное влияние высокого уровня условно-постоянных затрат и использовать его как рычаг для приращения прибыли от продаж.

● **Финансовый риск** опирается на структуру капитала и связан с неустойчивостью финансовых условий кредитования, колебаниями экономической рентабельности, возникающими желаниями владельцев предприятия на использование (выплату) всей ЧП на дивиденды, а также зачастую финансовый риск обусловлен условиями налогообложения предприятия.

Предпринимательский и финансовый риск взаимосвязаны между собой, и в результате каждый из них воздействует на прибыль предприятия, то есть прибыль формируется как под воздействием структуры затрат производственного характера, так и под воздействием структуры затрат, возникающих в связи с финансированием деятельности. Поэтому производственный и финансовый риски мультиплицируются и формируют совокупный риск предприятия.

● **Совокупный риск** — риск, связанный с возможным недостатком средств, необходимых для покрытия текущих расходов и расходов по обслуживанию внешних источников финансирования.

Уровень совокупного риска показывает, насколько процентов изменится ЧП предприятия на одну акцию при изменении объема продаж на 1%. То есть уровень совокупного риска может быть определен как произведение эффекта финансового левериджа, рассчитанного по второй концепции, и эффекта операционного левериджа.

$$УСР = ЭФЛ2_{\text{конц}} \cdot ЭОЛ$$

$$\begin{aligned} УСР &= \frac{\Delta \text{ЧП} / \text{кол-во акций}}{\text{ЧП} / \text{кол-во акций}} \cdot \frac{\text{НРЭИ}}{\Delta \text{НРЭИ}} \cdot \frac{\Delta \text{НРЭИ}}{\text{НРЭИ}} \cdot \frac{Q}{\Delta Q} = \\ &= \frac{\Delta \text{ЧП} / \text{кол-во акций}}{\text{ЧП} / \text{кол-во акций}} / \frac{\Delta Q}{Q} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{УСР} &= \text{НРЭИ} / (\text{НРЭИ} - \Sigma\%_{\text{кр}}) \cdot (\text{НРЭИ} + S_{\text{пост}}) = \\ &= (\text{НРЭИ} + S_{\text{пост}}) / \text{НРЭИ} - \Sigma\%_{\text{кр}} \end{aligned}$$

Уровень совокупного риска отражает одновременное влияние делового и финансового риска, и поэтому при разработке финансовой стратегии необходимо учитывать следующие исходные моменты:

1. Сочетание высокого производственного риска с мощным финансовым левериджем будет губительно для предприятия, так как мультиплицируются одновременно неблагоприятные эффекты.

2. Задача снижения суммарного воздействия этих двух левериджей или снижение совокупного риска сводится к выбору одного из трех вариантов поведения:

- высокий уровень эффекта производственного левериджа может сочетаться со средним и слабым уровнем ЭФЛ:

- низкий уровень ЭПЛ позволяет проводить агрессивную политику заимствований и генерировать высокий уровень ЭФЛ;

- умеренный ЭОЛ и умеренный ЭФЛ.

Оптимизация рисков может быть достигнута с помощью увеличения деловой активности предприятия, то есть увеличения скорости оборота всех активов предприятия.

$$\begin{aligned} \text{ЭРА} &= ((\text{БП} + \Sigma\%_{\text{кр}}) / A_{\text{ср}}) \cdot 100 \cdot (\text{ВР} / \text{ВР}) = \\ &= ((\text{БП} + \Sigma\%_{\text{кр}}) / \text{ВР}) \cdot (\text{ВР} / A_{\text{ср}}) \end{aligned}$$

$$\text{ЧРСК} = \frac{\text{ЧП}}{\text{СК}_{\text{ср}}} \cdot 100 \cdot \frac{\text{ВР}}{\text{ВР}} \cdot \frac{A_{\text{ср}}}{A_{\text{ср}}} = \frac{\text{ЧП}}{\text{ВР}} \cdot 100 \cdot \frac{\text{ВР}}{A_{\text{ср}}} \cdot \frac{A_{\text{ср}}}{\text{СК}_{\text{ср}}}$$

### 3.5. СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА И РАСЧЕТ СРЕДНЕВЗВЕШЕННОЙ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА

**К**апитал как любой фактор производства, имеет определенную стоимость, под которой понимается его доходность. Для предприятия привлечение различных источников финансирования (как внутренних, так и внешних) связано с затратами, поэтому привлекаемый капитал всегда будет иметь определенную стоимость, а так как этот капитал разнообразен по источникам, то у предприятия возникает возможность альтернативного выбора этих источников как по объемам, так и по стоимости каждого вида

капитала. В результате привлечения различных видов капитала складывается определенная его структура и возникает определенная сумма финансовых ресурсов, которую необходимо уплатить за пользование данными источниками финансирования.

Экономическое содержание показателя стоимости и цены капитала заключается в определении затрат, связанных с привлечением единицы капитала из каждого источника. Разнообразие источников приводит к необходимости расчета средневзвешенной стоимости капитала. Она рассчитывается в процентах в среднегодовом исчислении.

Средневзвешенная стоимость капитала — обобщающий показатель, характеризующий относительный уровень затрат или общую сумму всех расходов, возникающих в связи с привлечением и использованием капитала, и в то же время можно сказать, что это минимум возврата на вложенный капитал.

Формула средневзвешенной стоимости капитала основывается на средневзвешенной арифметической величине, где весами выступают доли отдельных источников в общей сумме, а сам показатель средневзвешенной величины выражает среднегодовую стоимость, выраженную в процентах.

$$ССК = \sum d_j \cdot k_j$$

где  $d_j$  — удельный вес каждого источника в общей сумме,  $k_j$  — цена  $i$ -го источника, выраженная в процентах в среднегодовом исчислении.

Рассмотрим последовательно определение цены каждого источника.

Собственный капитал:

- добавочный капитал — не имеет стоимости и не может быть использован как источник инвестиционных ресурсов, так как в основном этот капитал формируется как результат переоценки активов предприятия;

- привилегированные акции — оцениваются по уровню фиксированного дивиденда, который выплачивается ежегодно практически при любых обстоятельствах;

- обыкновенные акции — их цена измеряется на основе различных методов, но наиболее распространенным является расчет, основанный на измерении прогнозируемого уровня дивиденда или дивиденда, выплаченного в отчетном периоде, скорректированного на прогнозируемый прирост дивидендов, то есть:

$$K_{oa} = (D_{отч.} / A_{рын. об. акц}) + \Delta T_{oa}$$

где  $K_{oa}$  — стоимость обыкн. акц.,  $D_{отч.}$  — дивиденды, выплаченные в отчетном периоде,  $A_{рын. об. акц.}$  — рыночная стоимость обыкновенных акций,  $T_{oa}$  — прогнозируемый прирост дивидендов по обыкновенным акциям.

- нераспределенная прибыль (отложенная к выплате), то есть та прибыль, которая существует для капитализации, реинвестирования. Этот источник не является бесплатным, так как на ЧП, оставшуюся после выплаты налогов и дивидендов по привилегированным акциям, претендуют обыкновенные акционеры. Наиболее распространенным способом оценки стоимости нераспределенной прибыли является ее оценка по уровню дивидендов, выплаченных по обыкновенным акциям.

Заемный капитал:

- банковские ссуды — основной элемент. Цена данного источника будет зависеть от величины срока, на который привлекается капитал, а также от величины процента и характера включения процента в затраты предприятия.

В общем виде цена ЗК = величине банковского процента.

Если рассматривать зарубежный опыт:

$$K_{зк} = i$$

$$K_{зк} = i \cdot (1 - n)$$

В России:

$$K_{зк} = i$$

$$K_{зк} = i' \cdot (1 - n) + \Delta i,$$

$i'$  — ставка рефинансирования + 3 процентных пункта

$$K_{зк} = i' \cdot (1 - n) \cdot (n / 360) + i' \cdot (n / 360)$$

- облигационные займы. Цена может быть определена различными методами, но наиболее распространенным является оценка в процентном отношении одновременного дисконтного и процентного дохода. Зачастую облигации реализуются не по номиналу, а с дисконтом.

$$K_{оз} = (D_{диск} + i),$$

где  $K_{оз}$  — цена облигационного займа,  $D_{диск}$  — стоимость дисконтированного дохода,  $i$  — процентный доход.

Если за счет затрат оплачиваются доходы, то возникает налоговая экономия:

$$K_{\text{ОЗ}} = (D_{\text{диск}} + i) \cdot (1 - n)$$

Если один элемент оплачивается:

$$K_{\text{ОЗ}} = D_{\text{диск}} + i \cdot (1 - n)$$





# ▶ ГЛАВА 4

## УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ ПРЕДПРИЯТИЯ

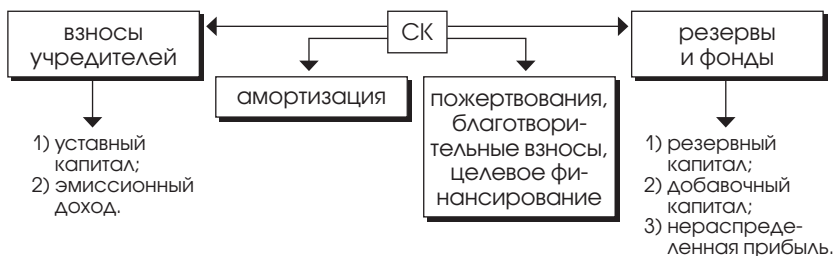
---

- 4.1. Источники и методы финансирования.
  - 4.2. Понятие дивидендной политики и основные теории.
  - 4.3. Типы дивидендной политики.
  - 4.4. Порядок выплаты дивидендов.
- 

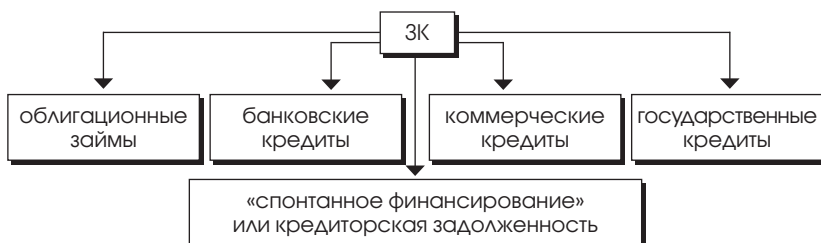
### 4.1. ИСТОЧНИКИ И МЕТОДЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ

В общем виде все источники финансирования можно разделить на две группы:

1. Внутреннее финансирование подразумевает использование СК, который по источникам формирования имеет следующую структуру:



2. Внешнее финансирование: его источник — ЗК.



Внешнее финансирование может быть не только заемным, но и формировать СК предприятия в процессе дополнительной (вторичной) эмиссии акций.

Рассмотрим принципиальные различия между ЗК и СК.

<b>ПРИЗНАК</b>	<b>СК</b>	<b>ЗК</b>
1. Право на участие в управлении капиталом	дает	нет
2. Право на получение части прибыли и имущества	по остаточному принципу	практически дает первоочередное право
3. Срок возврата капитала	не установлен	по договору
4. Льготы при налогообложении	нет	зависимости от вида ЗК

В процессе функционирования предприятия используется четыре основных способа финансирования. Они в основном связаны с внешними источниками.

<b>МЕТОДЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ</b>	<b>ПРЕИМУЩЕСТВА</b>	<b>НЕДОСТАТКИ</b>
1. Закрытая подписка на акции между прежними и новыми акционерами	Контроль за предприятием не утрачивается; финансовый риск возрастает незначительно	Объем финансирования ограничен и может сложиться высокий уровень стоимости привлечения средств
2. Открытая подписка	Возможна мобилизация крупных денежных средств на достаточно большие сроки; финансовый риск возрастает незначительно	Возможна потеря контроля над предприятием
3. Долговое финансирование	Возможно привлечение солидного объема ресурсов; контроль за предприятием не утрачивается; возрастает рентабельность СК	Финансовый риск возрастает; срок использования и возмещения ограничен
4. Комбинированный	Преобладание тех или иных преимуществ (недостатков) наблюдается в зависимости от количественных параметров сформированной структуры средств	

Внутренне финансирование основано на использовании собственных финансовых ресурсов (амортизация и прибыль) и должно обеспечить процессы самокупаемости и самофинансирования.

## 4.2. ПОНЯТИЕ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ И ОСНОВНЫЕ ТЕОРИИ

Термин «дивидендная политика» в принципе связан с распределением прибыли в акционерных обществах. Однако рассматриваемые в данном случае принципы и методы распределения прибыли применимы не только к АО, но и к предприятиям любой организационно-правовой формы. В связи с этим в финансовом менеджменте используется широкая трактовка термина «дивидендная политика», под которой понимают механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственнику в соответствии с долей его вклада в общую сумму собственного капитала предприятия.

Поскольку основной целью дивидендной политики является установление необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли и будущим ее ростом, который обеспечит инвестиционное финансирование, то с помощью дивидендной политики можно максимизировать рыночную стоимость предприятия и обеспечить стратегическое развитие.

Исходя из цели дивидендной политики, под *дивидендной политикой* понимают составную часть общей финансовой политики предприятия, заключающейся в оптимизации пропорции между потребляемой и капитализируемой прибылью с целью максимизации рыночной стоимости предприятия.

Наиболее распространенными и востребованными *теориями дивидендной политики* являются:

1. Теория независимости дивидендов (авторы: Миллер и Моделянни). Теория утверждает, что избранная дивидендная политика не оказывает никакого влияния ни на рыночную стоимость предприятия, ни на благосостояние собственников в текущем и перспективном периодах. Так как эти показатели зависят от суммы формируемой прибыли, а не распределяемой. Поэтому дивидендная политика должна предусматривать прежде всего направление основной массы прибыли на финансирование наиболее эффективных инвестиционных проектов, а обыкновенным акционерам должны выплачиваться по остаточному принципу.

2. Теория предпочтительности дивидендов (авторы: Гордон и Линтнер). Теория утверждает, что каждая единица текущего дохода, выплаченного в форме дивидендов в настоящее время, стоит всегда дороже, так как она «очищена от риска», чем доход, отложенный на будущее с присущем ему риском. Исходя из этой теории, максимизация дивидендов является более предпочти-

тельной, чем капитализация прибыли. Противники этой теории утверждают, что доход, полученный в форме дивидендов в большинстве случаев реинвестируется в акции своей или аналогичных компаний, а это, в свою очередь, не позволяет использовать фактор риска как аргумент в пользу той или иной дивидендной политики.

3. Теория максимизации дивидендов или теория налоговых предпочтений. По этой теории эффективность политики определяется критерием минимизации налоговых выплат на капитализируемую прибыль и получаемых льгот, а также налоговых выплат по текущим и предстоящим доходам собственника. Налогообложение текущих доходов в виде дивидендных выплат будет всегда выше, чем у предстоящих за счет временной стоимости денег и налоговых льгот по капитализируемой прибыли. Поэтому следует обеспечить минимум дивидендных выплат и максимально капитализировать прибыль. Эта теория зависит от системы льгот в конкретной системе налогообложения, конкретной страны в конкретный момент времени.

4. Теория сигнализирования построена на том, что основные модели оценки текущей реальной рыночной стоимости акций в качестве базового элемента используют размер выплачиваемых по акциям дивидендов. Поэтому рост уровня дивидендных выплат определяет возрастание реальной и котируемой рыночной стоимости акций. Это возрастание — автоматическое; реализация таких же акций будет приносить акционерам дополнительный доход. Наряду с этим выплата высоких дивидендов сигнализирует о том, что компания находится на подъеме и ожидает существенный рост прибыли в предстоящем периоде. Эта теория неразрывно связана с высокой прозрачностью фондового рынка, на котором оперативно полученная информация оказывает существенное влияние на колебание рыночной стоимости акций.

5. Теория клиентуры (или теория соответствия дивидендной политики составу акционеров). По этой теории компания должна осуществлять дивидендную политику таким образом, чтобы удовлетворить ожидания большинства акционеров и их менталитет. Если большинство акционеров отдает предпочтение текущему дивиденду, то следует направить прибыль преимущественно на цели текущего потребления и, наоборот, если основной состав хочет капитализировать прибыль, то надо ее капитализировать. Та часть акционеров, которая будет не согласна с дивидендной политикой, реинвестирует свой капитал в акции других компаний. В результате состав клиентуры станет более однородным.

### 4.3. ТИПЫ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ

**П**рактическое использование различных теорий привело к разработке трех основных подходов к формированию дивидендной политики:

- 1) консервативный;
- 2) умеренный (компромиссный);
- 3) агрессивный.

Они позволили сформировать пять типов дивидендной политики.

Избранный тип характеризуется показателем — коэффициент дивидендных выплат:

$$K_{дв} = \text{div} / \text{EPS},$$

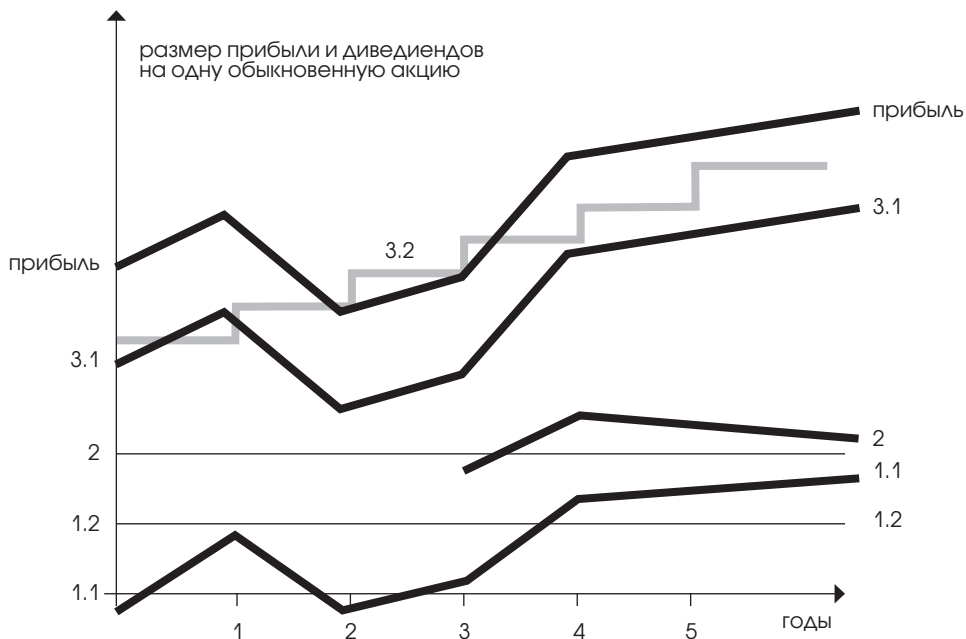
где *div* — дивиденды, выплаченные на 1 акцию;  
*EPS* — ЧП в расчете на 1 акцию.

#### ОСНОВНЫЕ ТИПЫ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ

<b>ПОДХОД К ФОРМИРОВАНИЮ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ</b>	<b>ТИПЫ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ</b>
1. Консервативный	1.1. Остаточная политика выплаты дивидендов. 1.2. Политика стабильного размера дивидендных выплат
2. Компромиссный	2. Политика минимального стабильного размера дивидендных выплат с надбавкой в определенные периоды — политика «экстрадивидендов»
3. Агрессивный	3.1. Политика стабильного уровня дивидендных выплат по отношению к прибыли. 3.2. Политика постоянного возрастания размера дивидендных выплат

Завершающим этапом формирования дивидендной политики является выбор форм:

- 1) выплаты дивидендов наличными деньгами;
- 2) выплаты акциями (она интересна для акционеров, ориентированных на рост капитала в предстоящем периоде);
- 3) автоматическое реинвестирование, т.е. право выбора получить наличные деньги или реинвестировать в дополнительные акции;
- 4) выкуп акции компании, т.е. на сумму дивидендного фонда фирма выкупает на рынке свободно обращающиеся акции.



#### 4.4. ПОРЯДОК ВЫПЛАТЫ ДИВИДЕНДОВ

**П**орядок выплаты дивидендов устанавливается обычно законодательными актами, в частности ГК РФ, федеральным законом об акционерных обществах.

Выплаты промежуточных дивидендов учитываются при выплате конечного годового дивиденда.

Согласно российскому законодательству источниками средств для выплаты дивидендов являются:

- 1) прибыль за текущий год по обыкновенным акциям;
- 2) прибыль за отчетный год, специально формируемые фонды и резервы по привилегированным акциям.

В зарубежном законодательстве предусмотрены следующие источники:

- 1) нераспределенная прибыль прошлых лет;
- 2) эмиссионный доход;
- 3) нераспределенная прибыль текущего года.

Решение о выплате промежуточных дивидендов, размере дивидендов и решение о годовом дивиденде принимается советом директоров общества. Это служит основанием для принятия решения

общим собранием. При этом размер годовых дивидендов не может быть больше рекомендованных Советом директоров и меньше выплаченных промежуточных дивидендов.

Общее собрание акционеров вправе принять решение о выплате дивидендов по акциям определенных категорий, а также по привилегированным акциям в неполном размере. Как правило, дивиденды выплачиваются наличными за вычетом подоходного налога.

В Европе, США наибольшее распространение получила практика выплаты дивидендов акциями.

Дата выплаты дивидендов определяется Уставом Общества и решением Общего собрания. Выплата не может начаться ранее одного месяца после принятия решения.

Для каждой выплаты составляется список лиц. Наряду с календарными сроками выплаты дивидендов и ограничениями календарных сроков, существуют и общие ограничения на выплату дивидендов:

- 1) связанные с финансовым состоянием эмитентов;
- 2) связанные с группами акций.

*Ограничения, связанные с финансовым состоянием эмитентов.*

Общество не вправе выплачивать и принимать решение о выплате дивидендов, если:

- 1) не произошла полная оплата всего УК;
- 2) до выкупа акций, по которым акционеры имеют право требовать выплаты;
- 3) на момент выплаты дивидендов общество отвечает признаком несостоятельности;
- 4) стоимость чистых активов общества меньше уставного капитала и резервного капитала.

*Ограничения, связанные с группами акций.* Общество не вправе принимать решение о выплате дивидендов, если не принято решение о выплате в полном размере дивидендов по привилегированным акциям, по котором размер дивидендов установлен в Уставе.

#### **4.5. ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА И РЕГУЛИРОВАНИЕ КУРСА АКЦИЙ**

**П**од дивидендной политикой понимают составную часть общей финансовой политики предприятия, заключающейся в оптимизации пропорции между потребляемой и капитализируемой прибылью с целью максимизации рыночной стоимости предприятия.

Поскольку основной целью дивидендной политики является установление необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли и будущим ее ростом, который обеспечит инвестиционное финансирование, то с помощью дивидендной политики можно максимизировать рыночную стоимость предприятия и обеспечить стратегическое развитие.

Дата выплаты дивидендов определяется Уставом Общества и решением Общего собрания. Выплата не может начаться ранее одного месяца после принятия решения.

Для каждой выплаты составляется список лиц. Наряду с календарными сроками выплаты дивидендов и ограничениями календарных сроков существуют и общие ограничения на выплату дивидендов:

- 1) связанные с финансовым состоянием эмитентов;
- 2) связанные с группами акций.

*Ограничения, связанные с финансовым состоянием эмитентов.* Общество не вправе выплачивать и принимать решение о выплате дивидендов, если

- 1) не произошла полная оплата всего УК;
- 2) до выкупа акций, по которым акционеры имеют право требовать выплаты;
- 3) на момент выплаты дивидендов общество отвечает признаком несостоятельности;
- 4) стоимость чистых активов общества меньше уставного капитала и резервного капитала.

*Ограничения, связанные с группами акций.* Общество не вправе принимать решение о выплате дивидендов, если не принято решение о выплате в полном размере дивидендов по привилегированным акциям, по котором размер дивидендов установлен в Уставе.

Существуют следующие методы искусственного регулирования курса акций:

1. Методика «дробления акций». Техника «дробления» включает в себя: получив разрешение на проведение этой операции, совет директоров в зависимости от рыночной цены акции определяет масштаб дробления и затем производится замена ценных бумаг. Валюта баланса и структура собственного капитала при этом не меняется, увеличивается лишь количество обыкновенных акций. Возможна и обратная процедура — консолидация акций, когда несколько старых акций обмениваются на одну новую.

Величина дивидендов зависит от решения общего собрания акционеров или совета директоров, в частности дивиденды могут из-



меняться пропорционально изменению нарицательной стоимости акций (т.е. «дробление» акций не повлияет на величину получаемых дивидендов). Однако, если нарицательная стоимость и размер дивидендов были установлены с использованием различных алгоритмов, получаемый акционерами доход может измениться.

2. Методика выкупа акций. Причины, по которым предприятие выкупает свои акции, могут быть различны. В частности это может быть обусловлено необходимостью получения акция для дальнейшей реализации их высококвалифицированным специалистам, необходимостью уменьшить количество совладельцев, повысить курсовую стоимость акций.



# ▶ ГЛАВА 5

## УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМИ АКТИВАМИ

---

- 5.1. Политика предприятия в области оборотного капитала.
  - 5.2. Управление денежными средствами и их эквивалентами.
  - 5.3. Управление дебиторской задолженностью.
  - 5.4. Управление запасами.
  - 5.5. Управление источниками финансирования оборотных активов и виды стратегий финансирования.
  - 5.6. Планирование потребности в оборотных средствах и выбор источника их финансирования.
- 

### **5.1. ПОЛИТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ В ОБЛАСТИ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА**

При формировании политики управления предприятием существует следующая классификация оборотных активов:

1. С точки зрения их участия в процессе производства и в сфере обращения;
2. С точки зрения их ликвидности и отражения в учете;
3. С точки зрения их отношения к изменениям объемов производства и случайных факторов, возникающих в процессе деятельности предприятия.

Рассмотрим третью по счету классификацию.

Оборотные активы подразделяются на:

- 1) постоянный капитал (системная часть оборотного капитала);
- 2) переменная часть оборотных активов (варьирующая часть).

В теории финансового менеджмента существует две трактовки понятия *системной части оборотного капитала*.

Согласно первой трактовке, постоянный капитал — это та часть денежных средств, дебиторской задолженности, производственных запасов, потребность в которых относительно постоянна в течение всего операционного цикла. Это может быть усредненная

по временному параметру величина оборотных активов, находящихся в свободном ведении предприятия.

Согласно второй трактовке, системная часть может быть определена как минимум оборотных активов, необходимый для осуществления текущей деятельности. Это означает, что предприятию необходим минимум денежных средств на расчетном счете как некий аналог резервного капитала.

Варьирующая часть (переменная) возникает в связи с дополнительными потребностями предприятия и формируемыми активами.

***Например***, в пиковые моменты деятельности, связанные либо с форс-мажорными обстоятельствами либо со страхованием от таких обстоятельств или же с сезонностью производственной деятельностью.

Целевой установкой политики управления оборотными активами являются:

- 1) определение объема и структуры оборотных активов;
- 2) определение источников их покрытия;
- 3) определение соотношения между источниками покрытия, достаточного для обеспечения долгосрочной производственной и эффективной финансовой деятельности предприятия;
- 4) поддержание оборотных средств в размере, оптимизирующем управление текущей деятельности и, в частности, поддержание определенного уровня ликвидности оборотных активов;
- 5) заключается в том, что оборотный капитал, с одной стороны, должен быть достаточно доходным, а с другой стороны — быстро оборачиваемым. Если достигается высокая рентабельность производства готовой продукции, то это означает, что мы достигаем высокой рентабельности продаж.

Основной целью управления оборотным капиталом является достижение компромисса между ликвидностью, доходностью и оборачиваемостью.

## **5.2. УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ И ИХ ЭКВИВАЛЕНТАМИ**

Управление денежными средствами включает:

1. Расчет времени обращения денежных средств (финансовый цикл).
2. Анализ денежного потока.
3. Прогнозирование денежного потока.
4. Определение оптимального уровня денежных средств на расчетном счете и в кассе.

В процессе управления денежными средствами учитываются три следующих фактора:

1) рутинность (денежные средства используются для выполнения текущих операций и, поскольку между входящими и исходящими денежными потоками всегда имеется временной лаг, то предприятию необходимо на расчетном счете держать свободный остаток денежных средств);

2) предосторожность (поскольку предприятие подвержено влиянию неопределенности в своей деятельности, то ему необходимы денежные средства для совершения непредвиденных платежей);

3) спекулятивность (денежные средства необходимы предприятию по спекулятивным соображениям, поскольку существует практически ненулевая вероятность того, что может представиться возможность выгодного инвестирования).

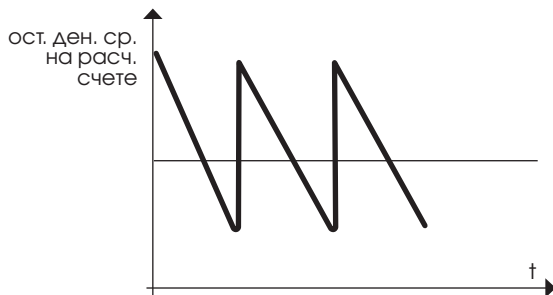
*Финансовый цикл* = операционный цикл — время обращения кредиторской задолженности

*Операционный цикл* = время обращения запасов + время обращения дебиторской задолженности

Для расчета оптимального размера остатка денежных средств на расчетном счете используются модели, позволяющие оценить общий объем денежных средств и их эквивалентов; долю, которую следует держать на расчетном счете; долю, которую нужно держать в виде быстрореализуемых ценных бумаг, а также оценить моменты трансформации денежных средств и быстрореализуемых активов.

### **1. Модель Бемоля (Баумола).**

В ней предполагается, что предприятие начинает работать, имея максимальный и целесообразный для него уровень денежных средств, а затем постепенно расходует их в течение некоторого периода. Как только запас денежных средств истощается, т.е. становится равным нулю или достигает уровня безопасности, то предприятие продает свои краткосрочные ценные бумаги и пополняет запас денежных средств до первоначальной суммы.



$$Q = \sqrt{(2 \cdot V \cdot C) / r},$$

где  $Q$  — сумма пополнения,  $V$  — прогнозируемая потребность денежных средств в периоде (месяц, квартал, год),  $C$  — расходы на трансформацию денежных средств в ценные бумаги,  $r$  — приемлемый доход для предприятия по краткосрочным финансовым вложениям.

$$ЗДС_{\text{ср.}} = Q / 2,$$

где  $ЗДС_{\text{ср.}}$  — средний запас денежных средств.

$$k = V / Q,$$

где  $k$  — количество сделок по конвертации.

Общие расходы по реализации данной модели управления денежными средствами составляют величину:

$$OP = ck + r \cdot (Q / 2),$$

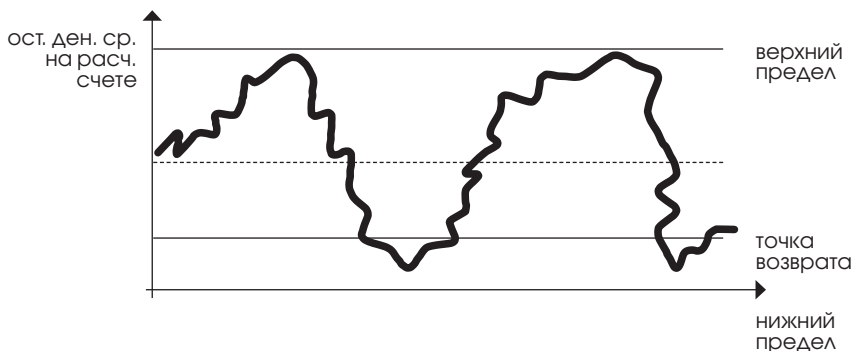
где  $ck$  — прямые расходы;  $r \cdot (Q / 2)$  — упущенная выгода от хранения среднего запаса на расчетном счете.

Эта модель приемлема только для предприятий, денежные доходы которых стабильны и прогнозируемы.

## **2. Модель Миллера — Орра.**

Логика модели следующая: остаток денежных средств на расчетном счете меняется хаотически до тех пор, пока не достигает некоего верхнего предела. Как только это происходит, предприятие начинает покупать ценные бумаги для того, чтобы вернуть запас денежных средств к некоторому нормальному состоянию, называемому *точкой возврата*.

Если запас денежных средств достигает нижнего предела, то в этом случае предприятие продает свои ценные бумаги и получает денежные средства, доведя их запас до нормального предела.



Реализация этой модели на практике включает следующие этапы:

1) устанавливается минимальная величина денежных средств ( $O_H$ ), которую целесообразно иметь на расчетном счете, исходя из средней потребности денег для оплаты банковских счетов и других требований;

2) по статистическим данным определяется вариация поступления денежных средств на расчетные счета;

3) определяются расходы по хранению средств на расчетном счете (эта величина может быть принята на уровне ставки ежедневного дохода по краткосрочным ценным бумагам, обращающимся на рынке);

4) рассчитываются расходы по взаимной трансформации денежных средств и ценных бумаг;

5) рассчитывается размах вариации на расчетном счете по следующей формуле:

$$S = 3 \cdot \sqrt{(3 \cdot P_x \cdot V) / (4 \cdot P_t)}$$

где  $S$  — размах вариации,  $P_x$  — расходы по хранению,  $V$  — ежедневная вариация,  $P_t$  — расходы по трансформации.

6) рассчитывается верхняя граница денежных средств  $O_B$ , исходя из того, что при достижении этой границы или ее превышении, часть денежных средств необходимо будет конвертировать в ценные бумаги:

$$O_B = O_H + S$$

7) определение точки возврата, т.е. величины остатка денежных средств на расчетном счете, к которой необходимо вернуться

в случае, если фактический остаток выходит на границы или за границы верхнего и нижнего предела.

$$T_b = O_n + S / 3$$

Эти модели позволяют формировать оптимальный остаток денежных средств на расчетном счете (это ключевой показатель для расчета денежного потока).

### 5.3. УПРАВЛЕНИЕ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ

**Д**ебиторская задолженность (ДЗ), как известно, является весьма многообразной и содержит задолженность за товары, работы, услуги, срок оплаты которых не наступил или не оплаченные в срок (дебиторская задолженность по векселям, по расчетам с бюджетом, по расчетам с персоналом).

В общей сумме дебиторской задолженности 80–90% приходятся на расчеты с покупателями. Поэтому политика управления дебиторской задолженностью связана в первую очередь с оптимизацией размера задолженности и инкассации задолженности за реализованную продукцию.

Поэтому политику управления дебиторской задолженностью называют кредитной политикой по отношению к покупателям продукции.

Политика управления дебиторской задолженностью представляет собой часть общей политики управления оборотными активами и маркетинговой политики предприятия, направленной на расширение объемов реализации продукции и связанной с оптимизацией размера дебиторской задолженности и обеспечением своевременной ее инкассации.

Политика управления дебиторской задолженностью включает:

1. Анализ дебиторской задолженности в предшествующем периоде в целях оценки уровня и состава дебиторской задолженности предприятия, а также эффективности инвестирования в нее финансовых средств. Здесь анализируются сроки погашения дебиторской задолженности, периоды ее инкассации, размер отвлечения оборотных активов в дебиторскую задолженность, состав ДЗ по ее возрастным группам, выявляется безнадежная и сомнительная ДЗ.

2. Формируются определенные принципы и подходы кредитной политики по отношению к покупателям продукции. Решаются два основных вопроса:

- а) в каких формах осуществляется реализация продукции?
- б) какой тип кредитной политики следует избрать?

Различают три основных типа кредитной политики по отношению к покупателям:

1. Консервативный. Направлен на минимизацию кредитного риска, которая является приоритетной, поэтому существенно сокращает круг покупателей в кредит. В первую очередь за счет групп покупателей с повышенным риском; за счет минимизации сроков предоставления кредита и его размера, ужесточения условий предоставления кредита и повышения его стоимости, за счет более жесткой процедуры инкассации дебиторской задолженности.

2. Умеренный тип ориентируется на средний уровень кредитного риска и соответственно более мягкие условия предоставления коммерческого кредита.

3. Агрессивный (мягкий) тип предусматривает максимизацию дополнительной прибыли за счет расширения объема реализации продукции в кредит, не считаясь с высоким уровнем кредитного риска.

1) Формирование системы кредитных условий включает:

- а) срок предоставления кредита;
- б) лимит предоставляемого кредита;
- в) стоимость предоставления кредита, т.е. систему ценовых скидок при осуществлении расчетов за приобретенную продукцию;
- г) систему штрафных санкций за просрочку исполнения обязательств.

**Например:** При пятипроцентной скидке, семидневном сроке оплаты и чистом периоде в 30 дней предприятие теряет скидку с 8-го по 30-й день, если не произведет оплату в течение 7 дней; по истечению 30 дней вступает в силу система штрафных санкций.

1. Формирование стандартов оценки покупателей и дифференциация условий предоставления кредита. В основе этих стандартов лежит кредитоспособность предприятия.

2. Построение эффективных систем контроля за движением своевременной инкассацией дебиторской задолженности. Одной из эффективных форм является система ABC, где в категорию А выделяют наиболее крупные и сомнительные виды дебиторской задолженности; в категорию В — кредиты средних размеров; в категорию С — все остальные виды, не оказывающие серьезного влияния на результаты деятельности предприятия.



## 5.4. УПРАВЛЕНИЕ ЗАПАСАМИ

**П**олитика управления запасами представляет собой часть общей политики управления оборотными активами предприятия, заключающейся в оптимизации общего размера и структуры запасов ТМЦ, минимизации затрат по их обслуживанию и обеспечению эффективного контроля за их движением.

Разработка политики управления запасами охватывает ряд последовательно выполняемых этапов работ, основными из которых являются:

1. Анализ запасов ТМЦ в предшествующем периоде. Основной задачей этого анализа является выявление уровня обеспеченности производства и реализации продукции соответствующими запасами ТМЦ в предшествующем периоде и оценка эффективности их использования. Анализ проводится в разрезе основных видов запасов.

2. Определение целей формирования запасов. Целями могут быть:

- обеспечение текущей производственной деятельности (текущие запасы сырья и материалов);
- обеспечение текущей сбытовой деятельности (текущие запасы готовой продукции);
- накопление сезонных запасов, обеспечивающих хозяйственный процесс в предстоящем периоде.

3. Оптимизация размера основных групп текущих запасов. С этой целью используется ряд моделей, среди которых наибольшее распространение получила модель экономически обоснованного размера заказа. Она может быть использована как для оптимизации размера производственных запасов, так и запасов готовой продукции. Расчетный механизм этой модели основан на оптимизации совокупных операционных затрат по закупке и хранению запасов на предприятии. Эти операционные затраты предварительно разделяются на две группы:

а) сумма затрат по размещению заказов (включающих расходы по транспортированию и приемке товаров):

$$OZ_{pz} = \frac{ОПП}{РПП} \cdot C_{pz}$$

где  $OZ_{pz}$  — сумма операционных затрат по размещению заказов,  $C_{pz}$  — средняя стоимость размещения одного заказа,  $ОПП$  — объем производственного потребления товаров в рассматриваемом периоде,  $РПП$  — средний размер одной партии поставки товаров.

Из приведенной формулы видно, что при неизменном объеме производственного потребления и средней стоимости размещения одного заказа общая сумма операционных затрат по размещению заказов минимизируется с ростом среднего размера одной партии поставки товаров.

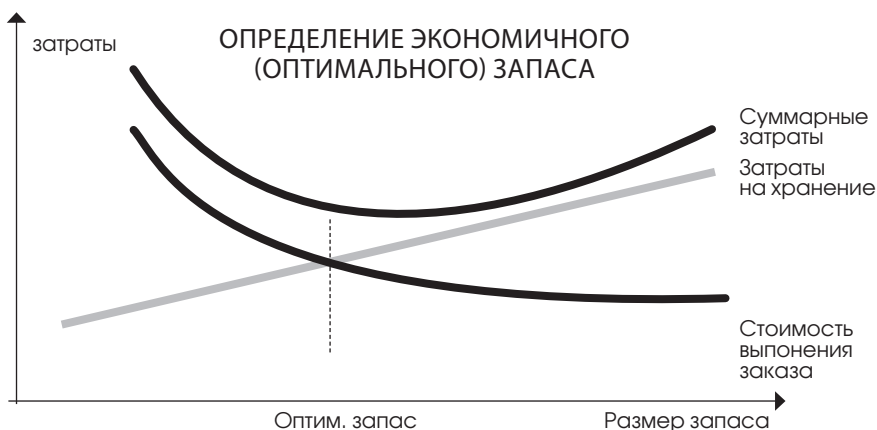
б) сумма затрат по хранению товаров на складе:

$$OZ_{\text{хт}} = \frac{\text{РПП}}{2} \cdot C_x,$$

где  $OZ_{\text{хт}}$  — сумма операционных затрат по хранению товаров на складе,  $C_x$  — стоимость хранения единицы товара в рассматриваемом периоде.

Из приведенной формулы видно, что при неизменной стоимости хранения единицы товара в рассматриваемом периоде общая сумма операционных затрат по хранению товарных запасов на складе минимизируется при снижении среднего размера одной партии поставки товаров.

Таким образом, с ростом среднего размера одной партии поставки товаров снижаются  $OZ_{\text{рз}}$  и возрастают  $OZ_{\text{хт}}$ . Данная модель позволяет оптимизировать пропорции между этими двумя группами затрат так, чтобы их совокупная сумма была минимальной.



Математически данная модель выражается формулой:

$$\text{РПП}_o = \sqrt{\frac{2 \cdot \text{ОПП} \cdot C_{\text{рз}}}{C_x}},$$

где  $\text{РПП}_o$  — оптимальный средний размер партии поставки товаров.

Соответственно оптимальный средний размер производственного запаса определяется по формуле:

$$\text{ПЗ}_o = \frac{\text{РПП}_o}{2}$$

Для запасов готовой продукции расчет показателей аналогичен:

1. Оптимизация общей суммы запасов ТМЦ, включаемых в состав оборотных активов.

2. Построение эффективных систем контроля за движением запасов на предприятии. Здесь основной задачей является своевременное размещение заказов на пополнение запасов и вовлечение в хозяйственный оборот излишне сформированных их видов.

3. Оптимизация общей суммы запасов ТМЦ, включаемых в состав оборотных активов.

## 5.5. УПРАВЛЕНИЕ ИСТОЧНИКАМИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ОБОРОТНЫХ АКТИВОВ И ВИДЫ СТРАТЕГИЙ ФИНАНСИРОВАНИЯ

**В** теории финансового менеджмента принято выделять различные стратегии финансирования текущих активов в зависимости от отношения менеджера к выбору величины чистого оборотного капитала. Известны четыре модели поведения: идеальная, агрессивная, консервативная, компромиссная. Выбор той или иной модели стратегии финансирования сводится к установлению величины долгосрочных пассивов и расчету на ее основе величины чистого оборотного капитала как разницы между долгосрочными пассивами и внеоборотными активами ( $\text{ОК} = \text{ДП} - \text{ВА}$ ). Следовательно, каждой стратегии поведения соответствует свое базовое уравнение.

**Идеальная модель** основана на взаимном соответствии категорий «текущие активы» и «текущие обязательства». Модель означает, что текущие активы по величине совпадают с краткосрочными обязательствами, т.е. чистый оборотный капитал равен нулю. В реальной жизни такая модель практически не встречается. Кроме того, с позиции ликвидности она наиболее рискованна. Суть этой стратегии состоит в том, что долгосрочные пассивы устанавливаются на уровне внеоборотных активов, т.е. базовое балансовое уравнение (модель) будет иметь вид:

$$\text{ДП} = \text{ВА}$$

**Агрессивная модель** означает, что долгосрочные пассивы служат источниками покрытия внеоборотных активов, т.е. того их минимума, который необходим для осуществления хозяйственной деятельности. В этом случае оборотный капитал в точности равен этому минимуму ( $OK=CЧ$ ). Базовое балансовое уравнение будет иметь вид:

$$ДП = ВА + СЧ$$

**Консервативная модель** предполагает, что варьирующая часть текущих активов также покрывается долгосрочными пассивами. В этом случае краткосрочной кредиторской задолженности нет, отсутствует риск потери ликвидности. Чистый оборотный капитал равен по величине текущим активам ( $OK=TA$ ). Эта стратегия предполагает установление долгосрочных пассивов на уровне, задаваемом следующим базовым балансовым уравнением:

$$ДП = ВА + СЧ + ВЧ$$

**Компромиссная модель** наиболее реальна. В этом случае внеоборотные активы, системная часть текущих активов и приблизительно половина варьирующей части текущих активов покрывается долгосрочными пассивами. Чистый оборотный капитал равен по величине сумме системной части текущих активов и половине их варьирующей части ( $OK=CЧ+0,5 \cdot ВЧ$ ). Стратегия предполагает установление долгосрочных пассивов на уровне, задаваемом следующим базовым балансовым уравнением:

$$ДП = ВА + СЧ + 0,5 \cdot ВЧ$$

## 5.6. ПЛАНИРОВАНИЕ ПОТРЕБНОСТИ В ОБОРОТНЫХ СРЕДСТВАХ И ВЫБОР ИСТОЧНИКА ИХ ФИНАНСИРОВАНИЯ

**П**ланирование потребности в оборотных средствах исходит из выбранного типа политики формирования оборотных активов обеспечивая заданный уровень соотношения эффективности их использования и риска.

Процесс планирования оборотных активов состоит из трех этапов:

- на первом этапе определяется система мероприятий по реализации резервов, направленных на сокращение продолжительности операционного, а в его рамках — производственного и финансового циклов предприятия. При этом сокращение продолжительности циклов не должно приводить к снижению объемов про-

изводства и реализации продукции;

■ на втором этапе планируется объем и уровень отдельных видов этих активов. Средством такого планирования выступает нормирование периода их оборота и суммы;

■ на третьем этапе определяется общий объем оборотных активов предприятия на предстоящий период:

$$OA_n = 3C_n + 3Г_n + ДЗ_n + ДА_n + П_n,$$

где  $OA_n$  — общий объем оборотных активов предприятия на конец рассматриваемого предстоящего периода;  $3C_n$  — сумма запасов сырья и материалов на конец предстоящего периода;  $3Г_n$  — сумма запасов готовой продукции на конец предстоящего периода (с включением в нее пересчитанного объема НЗП);  $ДЗ_n$  — сумма дебиторской задолженности на конец предстоящего периода;  $ДА_n$  — сумма денежных активов на конец предстоящего периода;  $П_n$  — сумма прочих видов оборотных активов на конец предстоящего периода.

Оптимизация структуры источников финансирования оборотных активов предприятия. При определении структуры этого финансирования выделяют следующие группы источников:

- собственный капитал предприятия;
- долгосрочный финансовый кредит;
- краткосрочный финансовый кредит;
- товарный (коммерческий) кредит;
- внутренняя кредиторская задолженность предприятия.

Объем финансирования оборотных активов за счет краткосрочного финансового кредита определяется на основе прогнозируемой суммы чистых оборотных активов (в соответствии с избранным типом политики их финансирования) и прогнозируемого объема текущего их финансирования (текущих финансовых потребностей). Расчет плановой потребности в краткосрочном финансовом кредите осуществляется по формуле:

$$КФК_n = ЧОА_ц - ОТФ_n,$$

где  $КФК_n$  — планируемая потребность в краткосрочном финансовом кредите;  $ЧОА_ц$  — прогнозируемая сумма чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала);  $ОТФ_n$  — прогнозируемый объем текущего финансирования оборотных активов (текущих финансовых потребностей) предприятия.

Участие собственного и долгосрочного заемного капитала в финансировании чистых оборотных активов определяется исходя из целей привлечения долгосрочного финансового кредита. Расчет объема финансирования чистого оборотного капитала за счет долгосрочного финансового кредита осуществляется по формуле:

$$\text{ДФК}_{\text{оа}} = \text{ДФК} - \text{ДФК}_{\text{ва}}$$

где  $\text{ДФК}_{\text{оа}}$  — сумма долгосрочного финансового кредита, инвестированного в оборотные активы (чистый рабочий капитал);  $\text{ДФК}$  — общая сумма долгосрочного финансового кредита, привлеченного предприятием, на начало планового периода;  $\text{ДФК}_{\text{ва}}$  — сумма долгосрочного финансового кредита, привлеченного предприятием на целевое финансирование развития внеоборотных активов (капитальное строительство новых объектов, финансовый лизинг оборудования и т. п.).

Соответственно расчет объема собственного капитала, инвестированного в оборотные активы (чистый рабочий капитал), осуществляется по формуле:

$$\text{СК}_{\text{оа}} = \text{ЧОА}_n - \text{ДФК}_{\text{оа}}$$

где  $\text{СК}_{\text{оа}}$  — сумма собственного капитала, инвестируемого в оборотные активы (чистый рабочий капитал);  $\text{ЧОА}_n$  — прогнозируемая сумма чистых оборотных активов (чистого рабочего капитала);  $\text{ДФК}_{\text{оа}}$  — сумма долгосрочного финансового кредита, инвестированного в оборотные активы (чистый рабочий капитал).

Результаты разработанной политики формирования и политики финансирования оборотных активов получают свое отражение в сводном плановом документе — балансе формирования и финансирования оборотных активов. Этот баланс позволяет увязать общую потребность в оборотных активах с планируемым объемом финансовых средств привлекаемых из разных источников для обеспечения их формирования.



# ▶ ГЛАВА 6

## ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ

---

- 6.1. Сущность, содержание и виды финансовых рисков.
  - 6.2. Методы оценки финансовых рисков.
  - 6.3. Способы снижения финансовых рисков.
- 

### 6.1. СУЩНОСТЬ, СОДЕРЖАНИЕ И ВИДЫ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ

**Р**иск — вероятность возникновения убытков или недополучения прибыли (дохода) по сравнению с прогнозируемым вариантом.

Финансовый — риск, обусловленный соотношением собственных и заемных средств (повышение издержек по обслуживанию капитала, потеря денежных средств), который возникает в финансовой сфере предприятия.

Финансовые риски подразделяются на два вида:

- риски, связанные с покупательной способностью денег;
- валютные (валютные потери, связанные с изменением курса валют);
- процентные (вероятность потерь связанная с изменением процентных ставок по финансовым ресурсам);
- налоговые (возможность изменения налогового законодательства);
- риски ликвидности — риски, связанные с возможностью потерь при реализации ценных бумаг или других товаров из-за изменения оценки их качества и потребительской стоимости;
- риски, связанные с вложением капитала (инвестиционные риски), — вероятность того, что отвлечение финансовых ресурсов из текущего оборота в будущем принесет убытки;
- упущенной финансовой выгоды (риски наступления косвенного финансового ущерба или недополучения прибыли в результате не осуществления какого-либо мероприятия);

■ риск снижения доходности может возникнуть в результате уменьшения размера процента и дивидендов по портфельным инвестициям, вкладам и кредитам;

■ риск прямых финансовых потерь включает в себя: биржевой риск, селективный риск, риск банкротства, а также кредитный риск. *Биржевые риски* — опасность потерь от биржевых сделок (риск неплатежа по коммерческим сделкам, риск неплатежа комиссионного вознаграждения и т.п.). *Селективные риски* — риски неправильного выбора способа вложения капитала, вида ценных бумаг для инвестирования в сравнении с другими видами ценных бумаг при формировании инвестиционного портфеля. *Риск банкротства* возникает в результате неправильного выбора способа вложения капитала, полной потери предпринимателем собственного капитала и неспособности его рассчитывать по взятым на себя обязательствам. В результате предприниматель становится банкротом.

## 6.2. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ

**С**тепень риска — это вероятность наступления случая потерь, а также размер возможного ущерба от него. Следует учитывать случайный характер возможных потерь. Вероятность наступления события может быть определена как объективным, так и субъективным методом.

**Объективным методом** пользуются для определения вероятности наступления события на основе исчисления частоты, с которой происходит данное событие.

**Субъективный метод** базируется на использовании субъективных критериев, которые основываются на различных предположениях. Таким образом, *в основе оценки финансовых рисков лежит поиск зависимости между определенными размерами потерь и вероятностью их возникновения*. Эта зависимость находит выражение в *кривой вероятностей возникновения определенного уровня потерь (риска)*. Для построения кривой риска применяются: статистический способ; анализ целесообразности затрат; метод экспертных оценок; аналитический способ; метод аналогий.

Суть *статистического способа* заключается в изучении статистики потерь и прибылей, имевших место на данном или аналогичном производстве, устанавливаются величина и частотность получения той или иной экономической отдачи, составляется наиболее вероятный прогноз на будущее. Чтобы количественно определить величину финансового риска, необходимо знать все возможные последствия какого-либо отдельного действия и вероятность са-



мих последствий. Величина риска может быть измерена двумя критериями: среднее ожидаемое значение и колеблемость возможного результата.

*Анализ целесообразности затрат* ориентирован на идентификацию потенциальных зон риска с учетом показателей финансовой устойчивости фирмы. В данном случае можно просто обойтись стандартными приемами финансового анализа результатов деятельности предприятия и его контрагентов.

*Метод экспертных оценок* обычно реализуется путем обработки мнений опытных предпринимателей и специалистов. Он предполагает сбор и изучение оценок, сделанных различными специалистами, вероятностей возникновения различных уровней потерь.

*Метод аналогий* при анализе риска нового проекта весьма полезен, так как в данном случае исследуются данные о последствиях воздействия неблагоприятных факторов финансового риска на другие аналогичные проекты.

### 6.3. СПОСОБЫ СНИЖЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ

**Р**иск — вероятность возникновения убытков или недополучения прибыли (дохода) по сравнению с прогнозируемым вариантом. Управление финансовыми рисками — это выявление, учет, анализ, оценка и планирование возможных потерь.

Этапы управления риском:

1. Анализ риска (получение информации, выявление рисков и их оценка).
2. Выявление рисков (определяются все риски присущие системе).
3. Оценка (количественное описание выявленных рисков).
4. Выбор способа воздействия на риск (минимизация ущерба в будущем).
5. Принятие решений (формируется стратегия управления рисками).
6. Воздействие на риск.
7. Снижение риска (уменьшение возможного ущерба, неблагоприятных событий).
8. Сохранение риска (самострахование, безопасное финансирование).
9. Передача риска (передача ответственности третьим лицам).
10. Контроль результатов.

Методы снижения риска: диверсификация, лимитирование, использование дополнительной информации, распределение риска между участниками проекта, хеджирование.

Методы сохранения риска: самострахование.

Методы передачи рисков: страхование, обеспечение и гарантирование сделок.

Общеизвестны четыре метода управления риском: упразднение, предотвращение потерь и контроль, страхование, поглощение.

*Упразднение* заключается в отказе от совершения рискового мероприятия. Но для финансового предпринимательства упразднение риска обычно упраздняет и прибыль.

- *Предотвращение потерь и контроль* означает определенный набор превентивных и последующих действий, которые обусловлены необходимостью предотвратить негативные последствия, уберечься от случайностей, контролировать их размер, если потери уже имеют место или неизбежны.

- *Сущность страхования* выражается в том, что инвестор готов отказаться от части доходов, лишь бы избежать риска, т.е. он готов заплатить за снижение риска до нуля.

Для страхования характерны целевое назначение создаваемого денежного фонда, расходование его ресурсов лишь на покрытие потерь в заранее оговоренных случаях; вероятностный характер отношений; возвратность средств. Страхование как метод управления риском означает два вида действий:

- 1) перераспределение потерь среди группы предпринимателей, подвергшихся однотипному риску (самострахование);

- 2) обращение за помощью к страховой фирме.

- *Поглощение* состоит в признании ущерба и отказе от его страхования. К поглощению прибегают, когда сумма предполагаемого ущерба незначительна, и ей можно пренебречь.

Всегда необходимо рассчитать максимально возможный убыток по данному виду риска, потом сопоставить его с объемом капитала предприятия, подвергаемого данному риску, и затем сопоставить весь возможный убыток с общим объемом собственных финансовых ресурсов. И только после этого можно определить, не приведет ли данный риск к банкротству предприятия.



# ▶ ГЛАВА 7

## ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ АНАЛИЗА ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ И ФИНАНСОВОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ НА ПРЕДПРИЯТИИ

---

- 7.1. Основные принципы анализа финансового состояния предприятия.
  - 7.2. Финансовое прогнозирование на предприятии.
  - 7.3. Этапы финансового прогнозирования.
  - 7.4. Проблемы подхода к прогнозированию на основе метода пропорциональной зависимости показателей от объема реализации.
- 

### **7.1. ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ АНАЛИЗА ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ**

Анализ финансового состояния базируется на следующих принципиальных основах:

1. Подходы к проведению анализа: изучение финансовой отчетности, чтение баланса, проведение экспресс-анализа.

2. Методы: горизонтальный, вертикальный, трендовый, сравнительный, анализ относительных показателей.

3. Определение критериев оценки — зависит от целей проведения анализа.

4. Способы и методы оценки финансовых результатов: на основе предшествующей работы для объективного анализа применяется метод дисконтированной стоимости; для определения количественной или качественной оценки может использоваться метод экспертных оценок.

Финансовый анализ (ФА) представляет собой способ накопления, трансформации и использования информации финансового характера и имеет целью:

■ Оценить текущее и перспективное финансовое состояние организации, оценить целесообразность и возможные темпы ее развития с позиции финансового обеспечения.

- Оценить возможные источники средств, а также оценить возможность их мобилизации.

- Спрогнозировать положение организации на рынке капиталов.

**Целью ФА является:**

- ◆ Приведение к сбалансированному состоянию, если организация находится в предкризисном или кризисном состоянии.

- ◆ Создание условий роста и поддержания развития, которые выражаются улучшением значений определенных показателей.

- ◆ Обеспечение устойчивого воспроизводства основных характеристик.

**Анализ финансового состояния предприятия преследует несколько целей:**

- Определение характеристики объекта исследования на основе экспериментальных данных, которые характеризуют реакции на заданные возмущения.

- Выявление изменений в финансовом состоянии в пространственно-временном разрезе.

- Выявление основных факторов, которые вызвали изменение в финансовом состоянии.

- Составление прогноза основных тенденций в финансовом положении.

Предметом ФА являются финансовые ресурсы и их потоки.

**Основные принципы ФА:**

- системность;
- комплексность;
- регулярность;
- преемственность;
- объективность и др.

Финансовое состояние может быть охарактеризовано как на краткосрочную, так и на долгосрочную перспективу. В первом случае говорят о ликвидности и платежеспособности предприятия, во втором случае — о его финансовой устойчивости.

## **7.2. ФИНАНСОВОЕ ПРОГНОЗИРОВАНИЕ НА ПРЕДПРИЯТИИ**

**Ф**инансовое прогнозирование составляет основу для расчета планового бюджета предприятия, включающего обычно целый комплект документов: план реализации, план производства, бюджет запасов, план (либо календарь) прямых материальных затрат, план по оплате труда, планы накладных производственных, реализационных и административных расходов, плано-

вый отчет о доходах, план движения денежных средств (денежных потоков), платежный календарь и, наконец, плановый баланс.

Отличие финансового прогнозирования от финансового планирования заключается в том, что при прогнозировании оцениваются возможные будущие финансовые последствия принимаемых решений и внешних факторов, а при планировании фиксируются финансовые показатели, которых компания стремится достичь в будущем.

Финансовое прогнозирование представляет собой основу для финансового планирования на предприятии (т.е. составления стратегических, текущих и оперативных планов) и для финансового бюджетирования (т.е. составления общего, финансового и оперативного бюджетов). Отправной точкой финансового прогнозирования является прогноз продаж и соответствующих им расходов; конечной точкой и целью — расчет потребностей во внешнем финансировании.

Финансовое прогнозирование используется предприятиями в рыночных условиях для того, чтобы определить перспективы роста, разработать обоснованную финансовую стратегию, учитывая возможные изменения конъюнктуры на товарных и фондовых рынках. Исследование и разработка возможных путей развития финансов предприятия в перспективе имеет основной задачей определение предполагаемого объема финансовых ресурсов в прогнозируемом периоде, источников их формирования, направлений их наиболее эффективного использования на основе анализа складывающихся тенденций.

Прогнозирование позволяет рассмотреть возможные альтернативы разработки финансовой стратегии, обеспечивающей достижение предприятием стабильного положения на рынке и прочной финансовой устойчивости.

Одним из главных достоинств прогнозирования является то, что оно служит базой для принятия вполне осознанных и обоснованных решений. Без него не обойтись, принимая любой инвестиционный проект, так как именно будущие выгоды от вложения средств определяют тактику сегодняшнего поведения предприятия и влияют на выбор им соответствующего направления инвестиций.

В финансовом прогнозировании используются различные методы. Важное значение среди них принадлежит экономико-математическому моделированию и методу экспертных оценок. Экономико-математическое моделирование позволяет с определенной степенью вероятности определить динамику показателей в зависимости от изменения факторов, влияющих на развитие фи-

нансовых процессов в будущем. При построении моделей, в свою очередь, применяются методы регрессионного анализа, экстраполяции и т.д. Задача получения наиболее надежных результатов в ходе финансового прогнозирования предполагает дополнение моделирования методом экспертных оценок, благодаря которому найденные в ходе моделирования количественные значения разных сторон финансовых процессов подвергаются корректировке.

### 7.3. ЭТАПЫ ФИНАНСОВОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

**Ф**инансовое прогнозирование составляет основу для расчета планового бюджета предприятия, включающего обычно целый комплект документов: план реализации, план производства, бюджет запасов, план (либо календарь) прямых материальных затрат, план по оплате труда, планы накладных производственных, реализационных и административных расходов, плановый отчет о доходах, план движения денежных средств (денежных потоков), платежный календарь и, наконец, плановый баланс.

Отличие финансового прогнозирования от финансового планирования заключается в том, что при прогнозировании оцениваются возможные будущие финансовые последствия принимаемых решений и внешних факторов, а при планировании фиксируются финансовые показатели, которых компания стремится достичь в будущем.

Финансовое прогнозирование представляет собой основу для финансового планирования на предприятии (т.е. составления стратегических, текущих и оперативных планов) и для финансового бюджетирования (т.е. составления общего, финансового и оперативного бюджетов). Отправной точкой финансового прогнозирования является прогноз продаж и соответствующих им расходов; конечной точкой и целью — расчет потребностей во внешнем финансировании.

Финансовое прогнозирование используется предприятиями в рыночных условиях для того, чтобы определить перспективы роста, разработать обоснованную финансовую стратегию, учитывая возможные изменения конъюнктуры на товарных и фондовых рынках. Исследование и разработка возможных путей развития финансов предприятия в перспективе имеет основной задачей определение предполагаемого объема финансовых ресурсов в прогнозируемом периоде, источников их формирования, направлений их наиболее эффективного использования на основе анализа складывающихся тенденций.

Прогнозирование позволяет рассмотреть возможные альтернативы разработки финансовой стратегии, обеспечивающей достижение предприятием стабильного положения на рынке и прочной финансовой устойчивости.

Одним из главных достоинств прогнозирования является то, что оно служит базой для принятия вполне осознанных и обоснованных решений. Без него не обойтись, принимая любой инвестиционный проект, так как именно будущие выгоды от вложения средств определяют тактику сегодняшнего поведения предприятия и влияют на выбор им соответствующего направления инвестиций.

В финансовом прогнозировании используются различные методы. Важное значение среди них принадлежит экономико-математическому моделированию и методу экспертных оценок. Экономико-математическое моделирование позволяет с определенной степенью вероятности определить динамику показателей в зависимости от изменения факторов, влияющих на развитие финансовых процессов в будущем. При построении моделей, в свою очередь, применяются методы регрессионного анализа, экстраполяции и т.д. Задача получения наиболее надежных результатов в ходе финансового прогнозирования предполагает дополнение моделирования методом экспертных оценок, благодаря которому найденные в ходе моделирования количественные значения разных сторон финансовых процессов подвергаются корректировке.

Отправной точкой финансового прогнозирования является прогноз продаж и соответствующих им расходов; конечной точкой и целью — расчет потребностей во внешнем финансировании.

Основные шаги прогнозирования потребностей финансирования:

1. Составление прогноза продаж статистическими и другими доступными методами.

2. Составление прогноза переменных затрат.

3. Составление прогноза инвестиций в основные и оборотные активы, необходимые для достижения необходимого объема продаж.

4. Расчет потребностей во внешнем финансировании и изыскание соответствующих источников с учетом принципа формирования рациональной структуры источников средств.

Первый шаг делают маркетологи. Второй, третий и четвертый — за финансистами.

#### **7.4. ПРОБЛЕМЫ ПОДХОДА К ПРОГНОЗИРОВАНИЮ НА ОСНОВЕ МЕТОДА ПРОПОРЦИОНАЛЬНОЙ ЗАВИСИМОСТИ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ОТ ОБЪЕМА РЕАЛИЗАЦИИ**

Метод пропорциональной зависимости показателей от объема реализации основан на двух предположениях:

1) изменение всех статей актива и некоторых статей пассива пропорционально изменению объема реализации;

2) сложившиеся к настоящему моменту значения большинства балансовых статей являются оптимальными для текущего объема реализации.

Чтобы получить обоснованный прогноз по методу пропорциональной зависимости показателей от объема реализации, нужно каждую пропорционально меняющуюся статью актива и пассива увеличить в той же пропорции, в которой растет реализация. Зависимость является линейной.

Такое предположение о постоянстве основных финансовых соотношений иногда является верным, однако бывает случаи, когда оно не соответствует действительности. Приведем три типа подобных ситуаций.

##### *1. Экономия от расширения масштабов производства.*

Эффект экономии от масштабов производства, или отдача от масштаба, имеет место при наличии широкой номенклатуры активов; в этом случае основные аналитические коэффициенты имеют обыкновение меняться с течением времени по мере увеличения размера фирмы. По мере расширения объемов реализации запасы имеют тенденцию расти не такими быстрыми темпами, как реализация, поэтому величина отношения запасов к объему реализации снижается.

##### *2. Ступенчатый рост активов.*

Во многих отраслях в силу ряда технологических соображений фирме, если она собирается поддерживать свою конкурентоспособность, приходится увеличивать основные средства не постепенно, а крупными дискретными порциями.

##### *3. Циклические или сезонные изменения.*

Фактический объем реализации часто не совпадает с ранее спрогнозированным, и реальная величина ресурсоемкости может существенно отличаться от оптимального уровня.

Если для некоторых аналитических коэффициентов не выполняются какие-то из отмеченных здесь условий, тогда не следует применять простой способ прогнозирования размера финансовых потребностей на основе метода пропорциональной зависимости



показателей от объема реализации. Вместо него следует использовать другие методы построения перспективных прогнозов значений отдельных статей активов и пассивов и определения потребностей во внешнем финансировании.



# ▶ ГЛАВА 8

## УПРАВЛЕНИЕ ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬЮ И ЛИКВИДНОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ

---

- 8.1. Оценка платежеспособности.
  - 8.2. Управление денежными активами.
  - 8.3. Система контроля за денежными активами предприятия.
- 

### 8.1. ОЦЕНКА ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ

**О**ценка платежеспособности предприятия производится с помощью коэффициентов платежеспособности, являющихся относительными величинами. Коэффициенты платежеспособности отражают возможность предприятия погасить кратковременную задолженность за счет тех или иных элементов оборотных средств.

**Коэффициент абсолютной ликвидности.** Коэффициент абсолютной ликвидности показывает, какая часть краткосрочной задолженности может быть покрыта наиболее ликвидными оборотными активами — денежными средствами и краткосрочными финансовыми вложениями:

$$K_{\text{на}} = \text{ДС} / \text{КП},$$

где ДС — денежные средства и их эквиваленты (стр. 260);  
КП — краткосрочные пассивы (стр. 690 — (стр. 640 + 650 + 660)).

Принято считать, что нормальный уровень коэффициента абсолютной ликвидности должен быть равен 0,03–0,08.

Коэффициент промежуточного покрытия (быстрой ликвидности) показывает, какую часть кратковременной задолженности предприятие может погасить за счет денежных средств, краткосрочных финансовых вложений и дебиторских долгов:

$$K_{\text{пп}} = (\text{ДС} + \text{ДБ}) / \text{КП},$$

где ДБ — расчеты с дебиторами.

Нормальный уровень коэффициента промежуточного покрытия должен быть не менее 0,7.

Общий коэффициент покрытия (текущей ликвидности)  $K_{\text{ло}}$  показывает, в какой степени оборотные активы предприятия превышают его краткосрочные обязательства:

$$K_{\text{ло}} = \text{IIA} / \text{КП},$$

где IIA — итог второго раздела актива баланса.

Принято считать, что нормальный уровень коэффициента общего покрытия должен быть равен 1,5–3 и не должен опускаться ниже 1.

Чем выше коэффициент общего покрытия, тем больше доверия вызывает предприятие у кредиторов. Если данный коэффициент меньше 1, то такое предприятие неплатежеспособно. При отсутствии у предприятия денежных средств и средств в расчетах, оно может погасить часть краткосрочных обязательств, реализовав товарные материальные ценности.

$$K_{\text{лтмц}} + 3 / \text{КП},$$

где  $K_{\text{лтмц}}$  — коэффициент ликвидности товарных материальных ценностей, 3 — запасы (без стр. 217).

Для правильного вывода о динамике и уровне платежеспособности предприятия необходимо принимать в расчет следующие факторы:

- характер деятельности предприятия: у предприятия розничной торговли высока доля денежных средств, хотя значительны и размеры товаров для перепродажи и т.д.;

- условия расчетов с дебиторами: поступление дебиторской задолженности через короткие промежутки времени после покупки товаров (работ, услуг) приводит к небольшой доле в составе оборотных активов долгов покупателей, и наоборот;

- состояние запасов: у предприятия может быть излишек или недостаток запасов, по сравнению с величиной, необходимой для бесперебойной деятельности;

- состояние дебиторской задолженности: наличие или отсутствие в ее составе просроченных и безнадежных долгов.

## 8.2. УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ АКТИВАМИ

**П**олитика управления денежными активами (ДА) — это часть общей политики управления оборотными активами предприятия, заключающаяся в оптимизации совокупного размера их остатка с целью обеспечения постоянной платежеспособности и эффективного использования в процессе хранения.

Этапы политики управления ДА:

1. Анализ ДА предприятия в предшествующем периоде (оценка  $\Sigma$  и уровня среднего остатка ДА с позиции обеспечения платежеспособности предприятия, а также определения эффективности его использования).

2. Определение коэффициента участия ДА в оборотном капитале:

$$КУ = ДА(ср) / ОА(ср),$$

где  $ДА(ср)$  — средний остаток совокупных ДА предприятия;  
 $ОА(ср)$  — средняя сумма оборотных активов предприятия.

3. Определяется средний период оборота и количество оборотов ДА в рассматриваемом периоде.

Средний период оборота:

$$ДА \text{ (в днях)} = ДА(ср) / O_o = ДА(ср) / РДА_o,$$

где  $O_o$  — сумма однодневного оборота по реализации продукции;  
 $РДА_o$  — однодневный объем расходования денежных средств в рассматриваемом периоде.

Количество оборотов среднего остатка:

$$ДА = ОР / ДА(ср) = РДА / ДА(ср),$$

где  $ОР$  — общая сумма оборота по реализации продукции;  
 $РДА$  — общий объем расходования денежных средств.

4. Определяется уровень абсолютной платежеспособности предприятия по отдельным месяцам предшествующего периода.

5. Уровень отвлечения свободного остатка ДА в краткосрочные финансовые вложения равен:

$$K_{\text{фв}}(\text{ср}) \cdot 100 / \text{ДА}(\text{ср}),$$

где  $K_{\text{фв}}(\text{ср})$  — *средний остаток ДА в форме краткосрочных финансовых вложений.*

6. Коэффициент рентабельности краткосрочных финансовых вложений:

$$K_{\text{ркф}} = \Pi / K_{\text{фв}}(\text{ср}),$$

где  $\Pi$  — *сумма прибыли полученная от краткосрочного инвестирования свободных денежных активов.*

Оптимизация среднего остатка ДА предприятия (обеспечивается путем расчета необходимого размера отдельных видов этого остатка в предстоящем периоде):

- Потребность в операционном остатке ДА (характеризует минимально необходимую сумму для осуществления текущей хозяйственной деятельности). Расчет планируемой суммы операционного остатка:

$$\text{ДА} = \text{ПО}_{\text{од}} / \text{КО}_{\text{да}},$$

где  $\text{ПО}_{\text{од}}$  — *планируемый объем денежного оборота (сумма расходов денежных средств) по операционной деятельности предприятия;*  $\text{КО}_{\text{да}}$  — *количество оборотов среднего остатка ДА в планируемом периоде.*

- Потребность в страховом (резервном) остатке ДА. Планируемая сумма страхового остатка:

$$\text{ДА} = \text{ДА}_{\text{с}} = \text{ДА}_{\text{о}} \cdot \text{КВ}_{\text{ндс}},$$

где  $\text{ДА}_{\text{о}}$  — *плановая сумма операционного остатка ДА;*  $\text{КВ}_{\text{ндс}}$  — *коэффициент вариации поступления денежных средств на предприятие.*

- Потребность в компенсационном остатке ДА (планируется в размере, определенном соглашением о банковском обслуживании).
- Потребность в инвестиционном остатке ДА (планируется исходя из финансовых возможностей предприятия, только после того, как полностью обеспечена потребность в других видах остатков денежных активов).

- Такая часть ДА не теряет своей стабильности в процессе хранения (при формировании эффективного портфеля краткосрочных финансовых инвестиций), и их сумма не ограничивается верхним пределом.

8. Дифференциация среднего остатка ДА в разрезе национальной и иностранной валюты. (Это осуществляется на тех предприятиях, где ведется внешнеэкономическая деятельность). Цель такой дифференциации — выделение из общей оптимизированной потребности в ДА валютной части, с тем, чтобы обеспечить формирование предприятием необходимых валютных фондов.

9. Выбор эффективных форм регулирования среднего остатка ДА. Цель — обеспечение постоянной платежеспособности предприятия.

Основным методом регулирования остатка ДА является корректировка потока предстоящих платежей:

9.1. На основе плана поступления и расходования средств изучается диапазон колебаний остатка ДА предприятия.

9.2. Регулируются сроки расходования денежных средств (в увязке с их поступлениями), что позволяет минимизировать остатки ДА в рамках каждого месяца.

9.3. Полученное в результате регулирования потока платежей значение остатков ДА оптимизируются с учетом предусмотренного размера страхового остатка этих активов.

Высвобожденная сумма ДА реинвестируется в краткосрочные финансовые инструменты.

Другие формы оперативного регулирования:

- сокращение расчетов наличными деньгами;
- ускорение инкассации дебиторской задолженности (использование учета векселей, факторинга);
- использование в отдельные периоды частичной предоплаты поставяемой продукции.

10. Обеспечение рентабельного использования временно свободного остатка денежных активов. (разрабатывается система мероприятий по минимизации потерь дохода от хранения ДА). Например, использование государственных краткосрочных облигаций, краткосрочных депозитных сертификатов при условии достаточной ликвидности этих инструментов, соглашение с банком о выплате депозитного процента по средней сумме остатка ДА.

### 8.3. СИСТЕМА КОНТРОЛЯ ЗА ДЕНЕЖНЫМИ АКТИВАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Построение эффективной системы контроля за ДА предприятия.  
Объектами контроля являются:

■ Контроль за совокупным уровнем остатка ДА исходит из следующих критериев:

- неотложные обязательства (срок исполнения до 1 мес.)  $\leq$  остаток ДА;
- краткосрочные обязательства (срок исполнения — до 3 мес.)  $\leq$  остаток ДА + размер ДЗ.

Контроль за уровнем эффективности сформированного портфеля Кфв исходит из следующих критериев:

- уровень доходности портфеля в целом и отдельных его инструментов  $\geq$  среднерыночный уровень доходности;
- уровень доходности портфеля в целом и отдельных его инструментов  $\geq$  темп инфляции в стране.



# ▶ ГЛАВА 9

## ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ

---

- 9.1. Особенности инвестиционного процесса в России.
  - 9.2. Формы государственного регулирования инвестиционной деятельности
  - 9.3. Классификация инвестиционных проектов.
  - 9.4. Особенности управления финансовыми инвестициями.
  - 9.5. Принципы формирования инвестиционного портфеля.
  - 9.6. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов.
- 

### **9.1. ОСОБЕННОСТИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЦЕССА В РОССИИ**

В настоящее время в России имеет место кризис инвестиционной сферы, обусловленный:

- 1) наибольшим падением объемов инвестиций (произошедшим в тех отраслях, от которых зависит развитие экономики);
- 2) ухудшением отраслевой структуры инвестирования (что выражается в увеличении доли вложений в сырьевые отрасли);
- 3) изменением в худшую сторону не только отраслевой, но и технологической структуры инвестиций (сейчас капитальные вложения составляют всего 19%);
- 4) ухудшается качество использования капитальных вложений;
- 5) уходом инвестиций из производственного сектора. Доходы от операций в сфере обращения в несколько раз выше, чем в сфере производства. Поэтому до сих пор происходит переток капитала из сферы производства в сферу обращения. Эта тенденция до сих пор не переломлена — на 1 января 2016 г. доля долгосрочных кредитов в общей сумме выданных составляла 6–9%. Фактически основным источником финансирования инвестиционной деятельности остаются собственные средства предприятия:
  - амортизация;



■ прибыль (до сих пор использование чистой прибыли для финансирования капитальных вложений затруднено в связи с инфляцией и падением производства). Произошло снижение рентабельности с 20% в 2009 г. до 9,5% в 2014 г., что свидетельствует о продолжении роста убытков и количества убыточных предприятий.

б) доходы от приватизации зачисляются в соответствующие бюджеты, вместо аккумуляции их на инвестиционных счетах, а потом обезличенно используются государством на свои нужды;

7) доля средств населения, направленных в инвестиционную сферу, крайне незначительна. Основными причинами являются:

- низкий уровень жизни большей части населения;
- экономическая конъюнктура, из-за которой сбережения населения не являются устойчивым ресурсом (инфляция не дает вкладывать средства населения на длительный срок);
- средства частных мелких вкладчиков для большинства коммерческих банков являются дорогими из-за затрат на обслуживание;
- доверие населения к банковскому сектору остается на низком уровне из-за отсутствия гарантий возврата средств;

8) иностранные инвестиции до сих пор остаются источником финансирования спекулятивного сектора экономики. В реальном секторе они составляют незначительную долю, большая часть которых направляется на реализацию проектов в сырьевых отраслях.

Все перечисленные процессы могут привести государство к тому, что оно станет сырьевым придатком других стран. Поэтому особенно важно государственное регулирование инвестиционной деятельности, которое включает:

1. Стимулирование увеличения капитальных вложений ссудным капиталом, денежной и налоговой политикой.

2. Выборочное стимулирование работы определенных предприятий отрасли или инвестиционных проектов, путем предоставления льгот или налоговых кредитов.

3. Административное вмешательство в инвестиционный процесс: установление особых режимов административного воздействия, реализация региональных инвестиционных программ, осуществление государственного инвестиционного заказа.

## **9.2. ФОРМЫ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ**

Государство для выполнения своих функций регулирования экономики использует как экономические (косвенные), так и административные (прямые) методы воздействия на инве-

стиционную деятельность путем издания и корректировки соответствующих законодательных актов и постановлений.

1. Государственное регулирование в форме капитальных вложений, предусматривает создание благоприятных условий для развития инвестиционной деятельности, путем:

- совершенствования системы налогов, механизма начисления амортизации и использования амортизационных отчислений;

- установления субъектам инвестиционной деятельности специальных налоговых режимов, не носящих индивидуального характера;

- предоставления на конкурсной основе государственных гарантий по инвестиционным проектам за счет средств федерального бюджета, а также за счет средств бюджетов субъектов РФ;

- размещения на конкурсной основе средств федерального бюджета и средств бюджетов субъектов РФ для финансирования инвестиционных проектов;

- проведения экспертизы инвестиционных проектов в соответствии с законодательством РФ;

- защиты российских организаций от поставок морально устаревших и материалоемких, энергоемких и ненаукоемких технологий, оборудования и материалов;

- защиты интересов инвесторов;

- разработки и утверждения стандартов (норм и правил) и осуществления контроля за их соблюдением;

- выпуска облигационных займов, гарантированных целевых займов; вовлечения в инвестиционный процесс временно приостановленных и законсервированных строений и объектов, находящихся в государственной собственности;

- предоставления концессий российским и иностранным инвесторам по итогам торгов (аукционов и конкурсов) в соответствии с законодательством РФ.

2. Выборочное стимулирование в определенных отраслях промышленности инвестиционных проектов путем предоставления льготных или налоговых кредитов.

3. Административное воздействие на инвестиционные процессы:

- установление особых режимов административного воздействия;

- реализация региональных инвестиционных программ;

- осуществление государственного инвестиционного заказа.

### 9.3. КЛАССИФИКАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

**И**нвестиционный проект — комплекс взаимосвязанных мероприятий, направленных на достижение поставленных целей в условиях ограниченных финансовых, временных и других ресурсов.

Классификация инвестиций:

- от объекта вложений: реальные и финансовые;
- по характеру участия: прямые (инвестор непосредственно участвует в выборе объекта инвестирования, включая управление) и непрямые (инвестиции через посредника — ценные бумаги и т.д.);
- по периоду инвестирования: краткосрочные (сложение капитала < года — депозитные вклады, покупка сертификатов и т.д.) и долгосрочные (> года);
- по уровню инвестиционного риска: безрисковые, низкорисковые, высокорисковые, спекулятивные (характеризуют наиболее рискованное вложение капитала, по которому можно ожидать довольно высокий уровень инвестиционного дохода);
- по формам собственности: частные (вложение средств гражданами и юридическими лицами негосударственной формы собственности), государственные (за счет бюджета и внебюджетных фондов, государственными предприятиями за счет собственных средств), иностранные и совместные (иностранцы фирмы и предприятия данной страны вместе);
- по региональному признаку: национальные и иностранные инвестиции.

С позиции управленческого персонала фирмы проекты классифицируются по следующим признакам:

- величина требуемых инвестиций: крупные, традиционные и мелкие;
- тип предполагаемых доходов: сокращение затрат, доход от расширения, выход на новые рынки сбыта, экспансия в новые сферы бизнеса, снижение риска производства и сбыта, социальный эффект;
- тип отношений: независимость, альтернативность, комплементарность, замещение;
- тип денежного потока: ординарный, неординарный;
- отношение к риску: рискованные, безрисковые.

Это достаточно условное деление. Например, оценка размера проекта зависит от размера фирмы. Цели оценки могут быть разными, а результаты не всегда носят характер прибыли. Могут быть экономически убыточные проекты, которые приносят косвенный доход.

Существуют комплиментарные проекты — если принятие одного способствует росту доходов по другим. Это важно при принятии проекта, если выбор по основному критерию очевидным не является. Два проекта являются замещаемыми, если принятие одного приводит к снижению доходности по другим.

#### **9.4. ОСОБЕННОСТИ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ ИНВЕСТИЦИЯМИ**

Формы финансовых инвестиций:

1. Приобретение фондовых финансовых инструментов (ценных бумаг) с целью:

- получения процентов, дивидендов;
- сохранения собственных свободных финансовых ресурсов;
- снижения или диверсификации своего инвестиционного портфеля;
- участие в управлении.

2. Приобретение денежных финансовых инструментов (депозитные вклады).

3. Вложение капитала в уставный фонд предприятия:

- получение прибыли;
- устранение конкурентов;
- выход на новые рынки;
- приобретение части уставного капитала промышленных предприятий;

● снижение риска инвестиционного портфеля;  
● установление долгосрочных связей с поставщиками сырья, материалов, комплектующих изделий и т.д.;

● развитие своей производственной инфраструктуры (вложение капитала в транспортные и другие аналогичные предприятия).

Процесс управления финансовыми инвестициями состоит из шести этапов:

1. Проводится анализ состояния финансового инвестирования в предшествующем периоде. Сначала проводится анализ объемов инвестирования, определяют темпы инвестирования, объемы финансового инвестирования в общий объем инвестиций, изучается качественный состав финансового инвестирования к уровню доходности и уровню инвестиционного риска. На завершающей стадии этапа оценивается общий уровень доходности, определяется объем и эффективность инвестиционного портфеля.

2. В соответствии с возможностями предприятия определяется общий объем финансового инвестирования.

3. Определяются наиболее оптимальные (эффективные) формы финансового инвестирования для предприятий.

4. Определение качества отдельных финансовых инструментов.

5. Формирование портфеля финансовых инвестиций.

6. Формирование мероприятий, связанных с повышением эффективности управления портфелем финансовых инвестиций.

Доходы от реализации финансовых инвестиций:

■ проценты по облигациям, которые получает инвестор на вклады в уставные фонды, на депозитные вклады;

■ дивиденды от акций.

Определенные отличия складываются в формировании нормы прибыли на инвестированный капитал в финансовые инвестиции, если по реальным инвестициям этот показатель выступает в виде *операционной прибыли*, которая складывается в условиях объективно существующих отраслевых особенностей, то по финансовым инвестициям инвестор сам выбирает ожидаемую норму прибыли с учетом риска. Оценка эффективности любого финансового инструмента сводится к оценке реальной его стоимости, обеспечивающей получение ожидаемой нормы инвестиционной прибыли по нему.

Общая модель оценки финансовых инструментов:

$$P_{\text{сфи}} = \sum_{t=1}^n \frac{ДД}{(1+r)^t}$$

где *ДД* — ожидаемый денежный доход, возвратный за период использования финансовых инструментов; *t* — конечный срок использования финансовых инструментов; *r* — процентная ставка; *n* — количество начислений.

## 9.5. ПРИНЦИПЫ ФОРМИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ

**И**нвестиционный портфель — целенаправленно сформированная совокупность финансовых инструментов, предназначенных для финансового инвестирования в соответствии с разработанной инвестиционной политикой.

Главная цель формирования инвестиционного портфеля — обеспечение реализации основных направлений политики финансового инвестирования предприятия путем подбора наиболее доходных и безопасных финансовых инструментов.

## КЛАССИФИКАЦИЯ

1. По целям формирования инвестиционного дохода:

◆ портфель дохода — сформирован по критерию максимизации уровня инвестиционной прибыли в текущем периоде вне зависимости от темпов прироста инвестиционного капитала в долгосрочной перспективе;

◆ портфель роста — сформированного по критерию максимизации темпов прироста инвестиционного капитала в долгосрочной перспективе вне зависимости от уровня инвестиционной прибыли в текущем периоде.

2. По отношению к инвестиционным рискам:

◆ агрессивный (спекулятивный) — сформированный по критерию максимизации текущего дохода или прироста инвестированного капитала вне зависимости от риска;

◆ умеренный (компромиссный) — среднерыночный доход — среднерыночный риск;

◆ консервативный — по принципу минимизации риска.

Портфельная теория — основанный на статистических методах механизм оптимизации формируемого инвестиционного портфеля по задаваемым критериям соотношения уровня доходности и риска.

В основе современной портфельной теории лежит концепция «эффективного портфеля», формирование которого призвано обеспечить наивысший уровень его доходности при заданном уровне риска или наименьший уровень риска при заданном уровне доходности.

Этапы формирования инвестиционного портфеля финансовых инвестиций в соответствии с современной портфельной теорией:

1. Оценка инвестиционных качеств отдельных видов финансовых инструментов. Рассматриваются «+» и «-» финансовых инструментов с позиции инвестора и исходя из целей инвестиционной политики, определяется соотношение долговых и долевого финансовых инструментов и доли отдельных видов финансовых инструментов (акций, облигаций).

2. Формирование инвестиционных решений относительно включения в портфель индивидуальных финансовых инструментов — результатом этого этапа является ранжированный по соотношению уровня доходности и риска перечень конкретных финансовых инструментов.

3. Оптимизация портфеля, направленная на снижение уровня его риска при заданном уровне доходности. Можно подобрать такие финансовые инструменты, которые, не меняя уровня средней

доходности портфеля, позволяют уменьшить уровень его риска. Диверсификация позволяет уменьшить уровень несистематического риска, а соответственно и общий уровень портфельного риска. Чем выше количество финансовых инструментов, тем ниже при неизменном уровне дохода будет уровень портфельного риска.

4. Совокупная оценка сформированного портфеля по соотношению уровня доходности и риска.

Уровень доходности портфеля:

$$УД_{п} = \sum УД_i \cdot У_i,$$

где  $УД$  — уровень доходности;  $У$  — доля финансовых инструментов.

Уровень риска:

$$УР_{п} = \sum_{i=1}^n УСР_i \cdot У_i + УНР_{п},$$

где  $УСР_i$  — уровень систематического риска;  $УНР_{п}$  — уровень несистематического риска.

## 9.6. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Оценка эффективности реальных инвестиционных проектов проводится путем расчета:

**1. Метод срока окупаемости инвестиций (РР).** РР необходим для сравнения с другими инвесторами, для определения оптимального источника финансирования, для определения финансового результата от реализации инвестиционного проекта и привлечение этого результата в операционной деятельности, для определения возможностей использования эффекта от реализации инвестиционного проекта в других проектах с целью получения большей прибыли.

Метод не предполагает временной упорядоченности денежных поступлений. Зависит от равномерности поступления доходности от инвестиций. Если доход равномерен, то рассчитывается делением затрат на величину годового дохода, обусловленного этими затратами. Если прибыль распределена неравномерно, то рассчитывается прямым подсчетом лет, в течение которых инвестиция будет

погашена. Проект принимается, если PP не превышает некоторого лимита.

Недостатки показателя:

- не учитывает влияние доходов последних периодов; не делает различия между проектами с одинаковой суммой кумулятивных доходов, но различным распределением ее по годам;

- не обладает свойством аддитивности.

Данный метод хорош в ситуации, когда инвестиции сопряжены с высокой степенью риска. Чем короче PP, тем менее рискованный проект. В отличие от других оценок PP позволяет получить оценки ликвидности и рискованности проекта:

$$PP = \text{Суммарные инвестиции} / \text{Годовой доход}$$

**2. Метод чистого дисконтированного дохода (NPV).** NPV определяется как разница между суммой дисконтированных денежных поступлений от проекта и суммы дисконтированных инвестиционных затрат. Критерием для принятия инвестиционного проекта к реализации служит  $NPV > 1$ .

$$NPV = P_0 + \frac{P_1}{(1+g)^1} + \dots + \frac{P_n}{(1+g)^n} - \text{Инвестиции}$$

где  $g$  — ставка дисконтирования, приравненная к приемлемой норме прибыли от инвестиций.

Недостатки:

- субъективный подход к определению ставки дисконтирования, однако объективная норма дисконта подбирается с учетом уровня риска, выбранного инвестором;

- абсолютное значение показателя; более объективную информацию этот показатель дает вместе с показателем PP.

**3. Метод индекса рентабельности инвестиций (ARR).**

$$(ARR) = NPV / \text{Инвестиции}$$

Если  $ARR > 1$ , то проект принимается к реализации.

4. Норма рентабельности инвестиций (внутренняя норма доходности, IRR).



IRR для инвестиционного проекта равна норме дисконта, на уровне которого сумма дисконтных поступлений по проекту равна дисконтным затратам и  $NPV = 0$ .

$$NPV = \sum \frac{P_n}{(1 + IRR)^n} - \text{Инвестиции} = 0$$

Если норма рентабельности больше средневзвешенной цены капитала, то проект принимается.

NPV и IRR могут противоречить друг другу. Чем больше IRR по сравнению с ценой капитала, тем больше резерв безопасности.

Таким образом, общий критерий:

$$PP \text{ — min; } NPV > 1; IRR > \text{ средневзвешенной цены капитала}$$

Общая модель оценки реальной стоимости финансовых инструментов имеет вид:

$$UP_n = \sum_{t=1}^n \frac{P_n}{(1 + r)^n}$$



# ▶ ГЛАВА 10

## ФИНАНСОВЫЕ СТРАТЕГИИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

---

- 10.1. Теоретические основы слияния и поглощения.
  - 10.2. Цели и мотивы осуществления сделок слияний и поглощений, выбор объектов.
  - 10.3. Классификация типов слияний и поглощений
  - 10.4. Механизм и методы слияний и поглощений.
  - 10.5. Методы оценки эффективности и последствия слияний и поглощений.
  - 10.6. Современные тенденции и динамика российского рынка слияний и поглощений.
- 

### 10.1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

**Р**еорганизация предприятия может быть осуществлена в форме слияния предприятий. Слиянием предприятий признается создание нового предприятия с передачей ему всех прав и обязанностей двух или нескольких предприятий и прекращением деятельности последних. Реорганизация в форме слияния предприятий считается завершенной с момента государственной регистрации вновь возникшего предприятия — правопреемника. С этого момента создавшие его предприятия считаются прекратившими свое существование.

Слияние предприятий как способ реорганизации предприятий означает укрупнение вновь возникающего субъекта гражданского права за счет прекращения существования нескольких предприятий, вследствие слияния. При этом все права и обязанности каждого из них суммируются предприятием, возникающим в результате слияния, в соответствии с передаточным актом.

На совместном собрании учредителей всех участвующих в слиянии предприятий принимается решение о составе учреди-

телей, о размере уставного капитала и его распределении среди учредителей, об утверждении Устава нового предприятия, а также об избрании исполнительных органов создаваемого предприятия.

При слиянии предприятий все права и обязанности каждого из них переходят к вновь возникшему предприятию в соответствии с передаточным актом.

При процессе поглощения происходит сохранение как минимум одного юридического лица и переходом к нему прав собственности остальных.

Целью слияний и поглощений является увеличение благосостояния акционеров и достижение конкурентных преимуществ на рынке.

На самом деле любое акционерное общество, функционирующее в условиях нормальной цивилизованной рыночной экономики, должно ставить эти цели перед собой в качестве приоритетных целей своей деятельности. При этом эти цели могут достигаться компанией с помощью использования как внутренних методов (повышение эффективности управления, использование более современных способов ведения бизнеса, новых технологий, повышение производительности труда и т.д.), так и внешних методов, к которым относится деятельность по слиянию и поглощению.

На пути к достижению указанных выше целей компания разрабатывает конкретную стратегию своей деятельности. В этом свете компания постоянно оценивает свое положение на рынке, свои сильные и слабые позиции, ищет такие направления своей деятельности, следуя которым она добьется наибольших конкурентных преимуществ. Исходя из этого компанией могут быть выбраны следующие основные стратегии (или концепции) своего развития:

- 1) усиление основных направлений своей деятельности;
- 2) диверсификация деятельности;
- 3) отказ (продажа) от неосновных направлений деятельности.

Деятельность по слияниям и поглощениям является одним из основных методов реализации перечисленных стратегий развития фирмы.

В частности:

- 1) если фирма занимает удачное положение на рынке, находясь в отрасли, обещающей ей хорошие перспективы развития, однако ей требуется усиление своих позиций для достижения конкурентных преимуществ в отрасли, то, используя

механизм слияния и поглощений, она может достигнуть своей цели, объединяясь или приобретая компании того же сегмента рынка;

2) часто компания может осуществлять слияния и поглощения фирм из других сегментов рынка для снижения риска своей деятельности (что достигается, например, через выпуск разнообразной продукции, продукции, находящейся на различных этапах своего жизненного цикла; через географическую диверсификацию в сбыте продукции — то есть, другими словами, через диверсификацию производства), для расширения сферы своего присутствия;

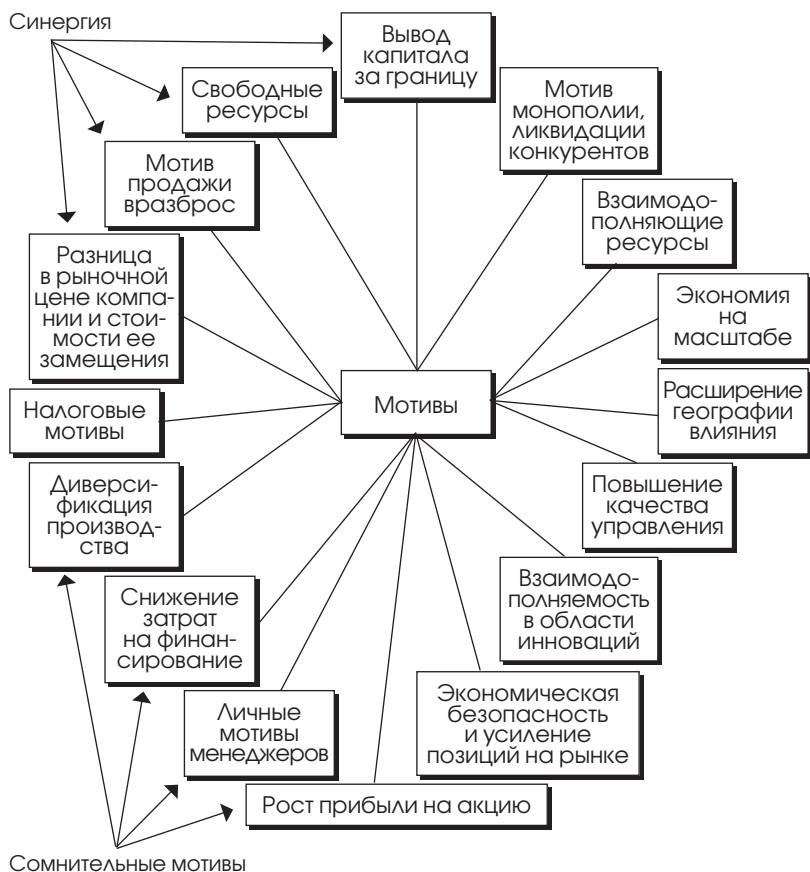
3) если компания пересматривает свои позиции на рынке, находит новые приоритеты, выделяет для себя основные направления своей деятельности, освобождаясь от неосновных, проблемных направлений, и, наконец, если компания просто испытывает недостаток в деньгах, то она может эффективно использовать механизм слияний и поглощений для продажи или выделения отдельных подразделений, дочерних компаний.

## **10.2. ЦЕЛИ И МОТИВЫ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ. ВЫБОР ОБЪЕКТОВ**

**Т**еория и практика современного корпоративного менеджмента выдвигает достаточно много причин для объяснения слияний и поглощений компаний. Выявление мотивов слияний очень важно, именно они отражают причины, по которым две или несколько компаний, объединившись, стоят дороже, чем по отдельности. А рост капитализированной стоимости объединенной компании является целью большинства слияний и поглощений.

Анализируя мировой опыт и систематизируя его, можно выделить различные основные мотивы слияний и поглощений компаний (см. рис. 10.1).

**1. Получение синергетического эффекта.** Основная причина реструктуризации компаний в виде слияний и поглощений кроется в стремлении получить и усилить синергетический эффект, то есть взаимодополняющее действие активов двух или нескольких предприятий, совокупный результат которого намного превышает сумму результатов отдельных действий этих компаний. Синергетический эффект в данном случае может возникнуть, благодаря:



**Рис. 10.1.** Основные мотивы слияний и поглощений компаний

- а) экономии, обусловленной масштабами деятельности;
- б) комбинированию взаимодополняющих ресурсов;
- в) финансовой экономии за счет снижения транзакционных издержек;
- г) возросшей рыночной мощи из-за снижения конкуренции (мотив монополии);
- д) взаимодополняемости в области НИОКР.

**2. Экономия, обусловленная масштабами,** достигается тогда, когда средняя величина издержек на единицу продукции снижается по мере увеличения объема производства продукции. Один из источников такой экономии заключается в рас-

пределении постоянных издержек на большее число единиц выпускаемой продукции. Основная идея экономии за счет масштаба состоит в том, чтобы выполнять больший объем работы на тех же мощностях, при той же численности работников, при той же системе распределения и т. д. Иными словами, увеличение объема позволяет более эффективно использовать имеющиеся в наличии ресурсы. Однако надо помнить, что существуют определенные пределы увеличения объема производства, при превышении которых издержки на производство могут существенно возрасти, что приведет к падению рентабельности производства.

Слияния и поглощения компаний могут порой обеспечивать экономию, полученную за счет централизации маркетинга, например, через объединение усилий и придание гибкости сбыту, возможность предлагать дистрибьюторам более широкий ассортимент продуктов, использовать общие рекламные материалы.

Получение экономии, обусловленной масштабами деятельности, особенно характерно для горизонтальных слияний. Но и при образовании конгломератов порой возможно ее достижение. В этом случае добиваются экономии, обусловленной масштабами, за счет устранения дублирования функций различных работников, централизации ряда услуг, таких как бухгалтерский учет, финансовый контроль, делопроизводство, повышение квалификации персонала и общее стратегическое управление компанией.

Но при этом необходимо отметить, что интегрировать поглощаемую компанию в действующую структуру обычно чрезвычайно сложно. Поэтому некоторые компании после слияния продолжают функционировать как совокупность отдельных и иногда даже конкурирующих подразделений, имеющих разную производственную инфраструктуру, научно-исследовательские и маркетинговые службы. Даже экономия за счет централизации отдельных функций управления может оказаться недостижимой. Сложная структура корпорации, прежде всего, конгломератного типа, наоборот, способна привести к увеличению численности административно-управленческого персонала.

**3.Слияние может оказаться целесообразным, если две или несколько компаний располагают взаимодополняющими ресурсами.** Каждая из них имеет то, что необходимо для другой, и поэтому их слияние может оказаться эффективным. Эти компании после объединения будут стоить дороже по сравнению

с суммой их стоимостей до слияния, так как каждая приобретает то, что ей не хватало, причем получает эти ресурсы дешевле, чем они обошлись бы ей, если бы пришлось их создавать самостоятельно.

Слияния с целью получить взаимодополняющие ресурсы характерны как для крупных фирм, так и для малых предприятий. Зачастую объектом поглощения со стороны крупных компаний становятся малые предприятия, так как они способны обеспечивать недостающие компоненты для их успешного функционирования. Малые предприятия создают подчас уникальные продукты, но испытывают недостаток в производственных, технических и сбытовых структурах для организации крупномасштабного производства и реализации этих продуктов. Крупные компании чаще всего сами в состоянии создать необходимые им компоненты, но можно гораздо дешевле и быстрее получить к ним доступ, осуществив слияние с компанией, которая их уже производит;

**4. Мотив монополии.** Порой при слиянии, прежде всего, горизонтального типа, решающую роль играет (гласно или негласно) стремление достичь или усилить свое монопольное положение. Слияние в данном случае дает возможность компаниям обуздать ценовую конкуренцию: цены из-за конкуренции могут быть снижены настолько, что каждый из производителей получает минимальную прибыль. Однако антимонопольное законодательство ограничивает слияния с явными намерениями повысить цены. Иногда конкуренты могут быть приобретены и затем закрыты, потому что выгоднее выкупить их и устранить ценовую конкуренцию, чем опустить цены ниже средних переменных издержек, заставляя всех производителей нести существенные потери;

**5. Выгоды от слияния могут быть получены в связи с экономией на дорогостоящих работах по разработке новых технологий и созданию новых видов продукции, а также на инвестициях в новые технологии и новые продукты.** Одна фирма может иметь выдающихся исследователей, инженеров, программистов и т.д., но не обладать соответствующими производственными мощностями, сетью реализации, необходимыми для извлечения выгоды от новых продуктов, которые ими разрабатывались. Другая компания может иметь превосходные каналы сбыта, но ее работники лишены необходимого творческого потенциала. Вместе же обе компании способны плодотворно функционировать. Через слияния могут быть также соединены

передовые научные идеи и денежные средства, необходимые для их реализации.

Молодые, передовые в технологическом отношении отрасли, связанные с производством и использованием наукоемкой продукции, технологических новинок, сверхсложной техники, становятся главной сферой интересов слияний.

**6. Повышение качества управления.** Устранение неэффективности. Слияния и поглощения компаний могут ставить своей целью достижение дифференцированной эффективности, означающей, что управление активами одной из фирм было неэффективным, а после слияния активы корпорации станут более эффективно управляемыми.

При желании всегда можно найти компании, в которых возможны снижения затрат и повышения объемов продаж и прибыли остаются не до конца использованными; компании, страдающие от недостатка таланта или мотивации руководителей, т.е. компании, имеющие неэффективный аппарат управления. Такие компании становятся естественными кандидатами на поглощение со стороны фирм, имеющих более эффективные системы управления. В некоторых случаях «более эффективное управление» может означать просто необходимость болезненного сокращения персонала или реорганизации деятельности компании.

Практика подтверждает, что объектами поглощений, как правило, оказываются компании с невысокими экономическими показателями. Исследования показывают, что в поглощенных компаниях фактические нормы доходности были относительно низкими в течение нескольких лет до их присоединения к другим фирмам.

Безусловно, слияния и поглощения не следует считать единственно возможным средством совершенствования методов управления. Конечно, если реструктуризация позволит повысить качество управления, то это само по себе достаточно веский аргумент в ее пользу. Однако, порой можно переоценить свои возможности управлять более сложной организацией и иметь дело с неизвестными технологиями и рынками. Тем не менее в некоторых ситуациях именно эти процедуры представляют собой наиболее простой и рациональный способ повышения качества управления. Ведь менеджеры, конечно же, не станут принимать решения об увольнении или понижении в должности самих себя за неэффективное управление, а акционеры крупных корпораций не всегда имеют возможность непосредственно влиять на решение вопросов о том, кто и как именно будет управлять корпорацией.



**7. Налоговые мотивы.** Действующее налоговое законодательство стимулирует порой слияния и поглощения, результатами которых являются снижение налогов или получение налоговых льгот. Например, высокоприбыльная фирма, несущая высокую налоговую нагрузку, может приобрести компанию с большими налоговыми льготами, которые будут использованы для созданной корпорации в целом.

У компании может иметься потенциальная возможность экономить на налоговых платежах в бюджет благодаря налоговым льготам, но уровень ее прибылей недостаточен, чтобы реально воспользоваться этим преимуществом.

Иногда после банкротства и соответствующей реорганизации компания может воспользоваться правом переноса понесенных ею убытков на облагаемую налогом прибыль будущих периодов. Правда, слияния, предпринятые исключительно ради этих целей, Налоговая служба США, например, расценивает как сомнительные, и применительно к ним принцип переноса убытков может быть отменен.

**8. Диверсификация производства. Возможность использования избыточных ресурсов.** Очень часто причиной слияний и поглощений является диверсификация в другие виды бизнеса. Диверсификация помогает стабилизировать поток доходов, что выгодно и работникам данной компании, и поставщикам, и потребителям (через расширение ассортимента товаров и услуг).

Мотивом для слияния может стать появление у компании временно свободных ресурсов. Допустим, она действует в отрасли, находящейся в стадии зрелости. Компания создает крупные потоки денежных средств, но располагает незначительным выбором привлекательных инвестиционных возможностей. Поэтому часто подобные компании используют образовавшиеся излишки денежных средств для проведения слияний. В противном случае они сами могут стать объектом поглощения другими фирмами, которые найдут применение избыточным денежным средствам.

Этот мотив связан с надеждами на изменение структуры рынков или отраслей, с ориентацией на доступ к новым важным ресурсам и технологиям.

**9. Разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения.** Зачастую проще купить действующее предприятие, чем строить новое. Это целесообразно тогда, когда рыночная оценка имущественного комплекса целевой компании (компании-мишени) значительно меньше стоимости замены ее активов.

**10. Разница между ликвидационной и текущей рыночной стоимостью (продажа «вразброс»).** Иначе этот мотив можно

сформулировать следующим образом: возможность «дешево купить и дорого продать». Нередко ликвидационная стоимость компании выше ее текущей рыночной стоимости. В этом случае фирма, даже при условии приобретения ее по цене несколько выше текущей рыночной стоимости, в дальнейшем может быть продана «вразброс», по частям, с получением продавцом значительного дохода. В целом если придерживаться точки зрения целесообразности, то ликвидация должна иметь место тогда, когда экономические приобретения перевешивают экономические потери.

**11. Личные мотивы менеджеров.** Стремление увеличить политический вес руководства компании. Безусловно, что деловые решения относительно слияния и поглощения компаний основываются на экономической целесообразности. Однако есть примеры, когда подобные решения базируются скорее на личных мотивах управляющих, чем на экономическом анализе. Это связано с тем, что руководители компаний любят власть и претендуют на большую оплату труда, а границы власти и заработная плата находятся в определенной связи с размерами корпорации. Так, стремлению к увеличению масштабов компаний способствовало применение опционов как средства долгосрочного поощрения. Эти опционы составляли значительную часть оплаты менеджеров и были привязаны к стоимости капитала руководимой ими компании. В связи с этим существуют прямые стимулы использовать прибыль на приобретение все новых активов в любых сферах бизнеса.

Иногда причиной слияния компаний является самоуверенность руководителей, считающих, что предполагаемая сделка совершенна. Они проникаются азартом охоты, на которой добыча должна быть достигнута любой ценой. В итоге такие покупатели очень дорого платят за свои приобретения.

**12. Расширение географии влияния.** Расширение географии позволяет выйти на новые рынки сбыта, когда возможности традиционного рынка исчерпаны. Кроме того, став транснациональной, компания снижает свою подверженность локальным политическим и экономическим рискам, усиливается ее позиция на переговорах с властями.

**13. Обеспечение экономической безопасности и усиление рыночных позиций.** Мотив обеспечения безопасности (в том числе экономической — с точки зрения поставок сырья и продажи готовой продукции и цен на них) служит обоснованием для вертикальной интеграции.

**14. Вывод капитала за границу.** В российской практике в качестве меры обеспечения безопасности капитала характерен так-

же мотив вывода денег за границу, ширмой для которого являются сделки по слияниям и поглощениям.

**15. Рост прибыли на акцию.** Высокий показатель PPS / EPS (цена акции / прибыль на акцию) — при слияниях причина высокого показателя заключается в том, что инвесторы ожидают быстрого роста прибылей в будущем. Если компания добилась роста этого показателя за счет покупки компании с медленными темпами роста и низкими показателями PPS / EPS, то ей придется и дальше проводить цепочку слияний, чтобы поддержать этот рост.

**16. Снижение затрат на финансирование (операционная синергия).** Объединившимся компаниям заимствование обходится дешевле, чем каждой из них по отдельности.

Для последующего анализа эффективности слияний и поглощений целесообразно выделить типы инвесторов, которые изначально ставят перед собой разные цели (табл. 10.1).

Таблица 10.1

### ЦЕЛИ И МОТИВЫ ИНВЕСТОРОВ

ЦЕЛИ	МОТИВЫ	ОБЪЕКТЫ	УЧАСТНИКИ	ПРИМЕРЫ
Приобретение активов в спекулятивных интересах	Быстрая перепродажа более крупному финансовому или стратегическому инвестору	Неооцененный актив; неэффективная запутанная структура собственности; обремененное долгами или проходящее процедуру банкротства; находящееся в сфере интересов крупных финансово-промышленных групп (ФПГ)	Мелкие фонды, инвестиционные компании, специализированные подразделения для этих целей российскими ФПГ. («Альфа-Эко», «Ринако», «Тройка Диалог», «Атон», Millhouse Capital)	«Адамант»: приобретение и перепродажа медийных активов фонду Warburg Pincus; «Базовый элемент» — Millhouse Capital — «Нафта-Москва» и перепродажа СК «Россия» ИК «Атон»
Недружественные поглощения, использование корпоративного шантажа и конфликтных ситуаций	Дешевый способ получения контроля над интересующими активами; получение дохода от корпоративного шантажа; перепродажа стратегическому инвестору; увеличение влияния миноритарных акционеров; получение операционного контроля	Компании с запутанной структурой собственности; обремененные долгами или проходящие процедуру банкротства	ФПГ, крупные компании, инвестиционные банки, специализированные компании	«Базовый Элемент» — «Илим Палл Энтерпрайз»

Выделяют два типа инвесторов:

1) финансовые инвесторы (см. табл. 10.2);

Таблица 10.2

**ЦЕЛИ И МОТИВЫ ФИНАНСОВЫХ ИНВЕТОРОВ**

<b>ЦЕЛИ</b>	<b>МОТИВЫ</b>	<b>ОБЪЕКТЫ</b>	<b>УЧАСТНИКИ</b>	<b>ПРИМЕРЫ</b>
Портфельные инвестиции для диверсификации инвестиционных рисков	Приобретение небольшой доли в компаниях для получения дивидендов или дохода от повышения ее стоимости	Крупные высоко-рентабельные компании; публичные компании; торгующие на фондовом рынке; отраслевые монополисты; компании с очевидным потенциалом роста и повышения стоимости	Крупные инвестиционные фонды, портфельные инвесторы, инвестиционные компании и банки, частные инвесторы («Спутник», Russia Partners, Delta Capital, ЕБРР, Millhouse Capital, АФК «Система»)	Hermitage Asset Management – кондитерская фабрика «Волжанка»
Участие собственным капиталом в долгосрочных инвестиционных проектах	Merchant Banking; размещение капитала в непрофильные проекты; формирование отраслевых холдингов; повышение капитализации; продажа стратегическому инвестору	Средние или крупные компании, ощутимая доля рынка, конкурентные преимущества; сырьевая, технологическая или сбытовая связь с крупнейшими отраслевыми игроками; низкая эффективность; потенциал роста; ясная стратегия выхода	Крупные инвестиционные фонды и компании, ФПГ (ЕБРР, Sun Capital, TPG Aurora, Millhouse Capital, АФК «Система», «Интеррос», Группа МДМ, РУСАЛ, «Атон», «Тройка Диалог»)	«Тройка Диалог» – «Росгострах»; «Альфа-Эко»; «Атон» – «Осколцемент» (продан «Интеко»); фонд Capital International - «Браво Интернешнл» (продан Heineken NV)

2) стратегические инвесторы (см. табл. 10.3).

Таблица 10.3

**ЦЕЛИ И МОТИВЫ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ИНВЕТОРОВ**

<b>ЦЕЛИ</b>	<b>МОТИВЫ</b>	<b>ОБЪЕКТЫ</b>	<b>УЧАСТНИКИ</b>	<b>ПРИМЕРЫ</b>
Поглощение стратегически важных активов, дополняющих основной бизнес компаний	Укрупнение холдинговых структур; усиление позиций основного бизнеса; оптимизация бизнес-процессов	Ключевые компании отрасли; конкурентные преимущества; сырьевая, сбытовая или технологическая синергия с другими предприятиями холдинговой структуры	ФПГ, крупнейшие отраслевые игроки («Интеррос», РУСАЛ, «Евразхолдинг», УГМК, «Северсталь», ЛУКОЙЛ, «Газпром», ТНК-ВР, «Роснефть», «Сибнефть», «Итера», «Альфа-Групп», Группа МДМ, «Штерн-Цемент», Lafarge, «Интеко», WBD, Nestle, Sun Interbrew, Heineken, и т.д.	ВР-ТНК; ЮКОС-Сибнефть; «Интеко» – «Осколцемент»; «Эфес-Москва» – Пивоваренный завод «Амстар»

>>

&gt;&gt;

ЦЕЛИ	МОТИВЫ	ОБЪЕКТЫ	УЧАСТНИКИ	ПРИМЕРЫ
Приобретение для развития непрофильных направлений бизнеса	Перераспределение прибыли от основного бизнеса; выход на новые отраслевые рынки	Крупные и средние производства; значительная доля рынка; низкая конкуренция в отрасли; операционные синергии при объединении в холдинги	ФПГ, крупнейшие отраслевые игроки	«Континенталь Менеджмент» (РУСАЛ) – Кондровская бумажная компания; АПК «Агрос» («Интеррос») – петербургская и московская макаронные фабрики; Группа «Планета» ( Millhouse Capital) – птицефабрики

Помимо традиционных мотивов интеграции могут встречаться и специфические. Так, слияния для российских компаний представляют собой один из немногих способов противостояния экспансии на российский рынок более мощных западных конкурентов.

Более наглядно место слияний и поглощений в корпоративной стратегии компании можно проследить, рассматривая различные типы слияний и поглощений.

### 10.3. КЛАССИФИКАЦИЯ ТИПОВ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

**В** современном корпоративном менеджменте можно выделить множество разнообразных типов слияния и поглощения компаний. Считаем, что в качестве наиболее важных признаков классификации этих процессов можно назвать:

- 1) характер интеграции компаний;
- 2) национальную принадлежность объединяемых компаний;
- 3) отношение компаний к слияниям;
- 4) способ объединения потенциала;
- 5) условия слияния;
- 6) механизм слияния.

Остановимся на наиболее часто встречающихся типах слияния компаний. В зависимости от характера интеграции компаний целесообразно выделять следующие типы:

1) горизонтальные слияния предполагают объединение компаний, функционирующих и конкурирующих в одной области деятельности. Такой тип слияний обеспечивает достижение конкурентных преимуществ по сравнению с другими участниками

данного конкретного сегмента рынка за счет экономии от масштаба и наращивания капитала. Здесь необходимо отметить, что подобного рода слияния как ограничивающие конкурентную борьбу могут регулироваться со стороны государства через систему антимонопольных мер;

2) вертикальные слияния — объединение компаний разных отраслей, связанных технологическим процессом производства готового продукта, т.е. расширение компанией-покупателем своей деятельности либо на предыдущие производственные стадии, вплоть до источников сырья, либо на последующие до конечного потребителя. Например, слияние горнодобывающих, металлургических и машиностроительных компаний;

3) родовые слияния — объединение компаний, выпускающих взаимосвязанные товары. Например, фирма, производящая фотоаппараты, объединяется с фирмой, производящей фотопленку или химреактивы для фотографирования;

4) конгломератные слияния — объединение компаний различных отраслей без наличия производственной общности, т.е. слияние такого типа — это слияние фирмы одной отрасли с фирмой другой отрасли, не являющейся ни поставщиком, ни потребителем, ни конкурентом. В рамках конгломерата объединяемые компании не имеют ни технологического, ни целевого единства с основной сферой деятельности фирмы-интегратора. Профилирующее производство в такого вида объединениях принимает расплывчатые очертания или исчезает вовсе.

В свою очередь можно выделить три разновидности конгломератных слияний:

- слияния с расширением продуктовой линии (*product line extension mergers*), т.е. соединение неконкурирующих продуктов, каналы реализации и процесс производства которых похожи. В качестве примера можно привести приобретение компанией Procter&Gamble, ведущим производителем моющих средств, фирмы Clorox — производителя отбеливающих веществ для белья;

- слияния с расширением рынка (*market extension mergers*), т.е. приобретение дополнительных каналов реализации продукции, например, супермаркетов, в географических районах, которые ранее не обслуживались;

- в чистые конгломератные слияния, не предполагающие никакой общности.

В зависимости от национальной принадлежности объединяемых компаний можно выделить два вида слияния компаний:

а) национальные слияния — объединение компаний, находящихся в рамках одного государства;

б) транснациональные слияния — слияния компаний, находящихся в разных странах (*transnational merger*), приобретение компаний в других странах (*cross-border acquisition*).

Учитывая глобализацию хозяйственной деятельности, в современных условиях характерной чертой становится слияние и поглощение не только компаний разных стран, но и транснациональных корпораций.

В зависимости от отношения управленческого персонала компаний к сделке по слиянию или поглощению компании можно выделить:

а) дружественные слияния — слияния, при которых руководящий состав и акционеры приобретающей и приобретаемой (целевой, выбранной для покупки) компаний поддерживают данную сделку;

б) враждебные слияния — слияния и поглощения, при которых руководящий состав целевой компании (компании-мишени) не согласен с готовящейся сделкой и осуществляет ряд противозахватных мероприятий. В этом случае приобретающей компании приходится вести на рынке ценных бумаг действия против целевой компании с целью ее поглощения.

В зависимости от способа объединения потенциала можно выделить следующие типы слияния:

- корпоративные альянсы — это объединение двух или нескольких компаний, сконцентрированное на конкретном отдельном направлении бизнеса, обеспечивающее получение синергетического эффекта только в этом направлении, в остальных же видах деятельности фирмы действуют самостоятельно. Компании для этих целей могут создавать совместные структуры, например, совместные предприятия;

- корпорации — этот тип слияния имеет место тогда, когда объединяются все активы вовлекаемых в сделку фирм.

В свою очередь, в зависимости от того, какой потенциал в ходе слияния объединяется, можно выделить:

- производственные слияния — это слияния, при которых объединяются производственные мощности двух или нескольких компаний с целью получения синергетического эффекта за счет увеличения масштабов деятельности;

- чисто финансовые слияния — это слияния, при которых объединившиеся компании не действуют как единое целое, при этом не ожидается существенной производственной экономии, но име-

ет место централизация финансовой политики, способствующая усилению позиций на рынке ценных бумаг, в финансировании инновационных проектов.

Слияния могут осуществляться на паритетных условиях («пятьдесят на пятьдесят»). Однако накопленный опыт свидетельствует о том, что «модель равенства» является самым трудным вариантом интеграции. Любое слияние в результате может завершиться поглощением.

В зарубежной практике можно выделить также следующие виды слияний компаний:

1) слияние компаний, функционально связанных по линии производства или сбыта продукции (*product extension merger*);

2) слияние, в результате которого возникает новое юридическое лицо (*statutory merger*);

3) полное поглощение (*full acquisition*) или частичное поглощение (*partial acquisition*);

4) прямое слияние (*outright merger*);

5) слияние компаний, сопровождающееся обменом акций между участниками (*stock-swap merger*);

6) поглощение компании с присоединением активов по полной стоимости (*purchase acquisition*) и т. п.

#### **10.4. МЕХАНИЗМ И МЕТОДЫ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ**

**М**еханизм и проведение сделки по слиянию и поглощению компаний. Для того чтобы слияние или поглощение прошло успешно, необходимо:

1) правильно выбрать организационную форму сделки;

2) обеспечить четкое соответствие сделки антимонопольному законодательству;

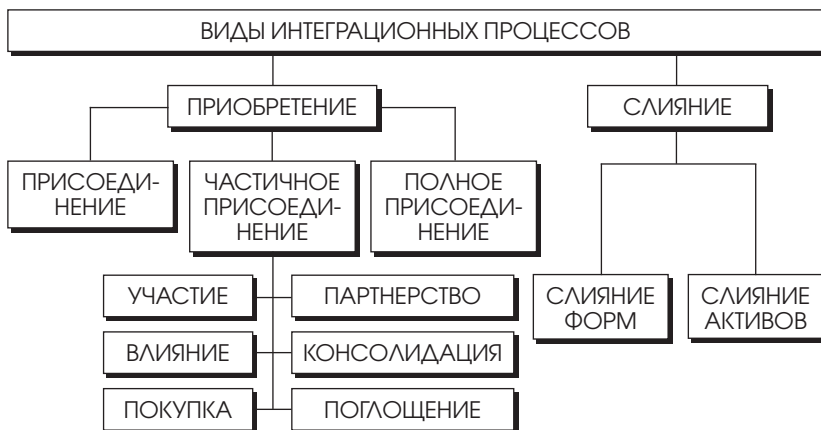
3) иметь достаточно финансовых ресурсов для объединения;

4) в случае слияния быстро и мирно ответить на вопрос, «кто главный?»;

5) максимально быстро включить в процесс слияния не только высший, но и средний управленческий персонал.

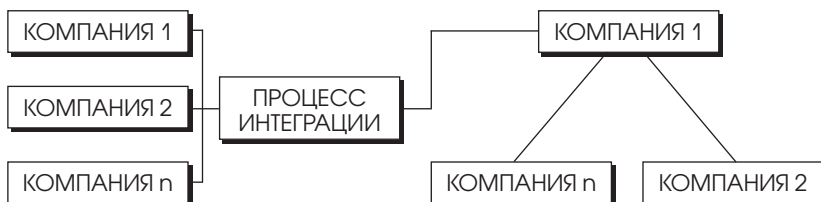
Можно рассматривать два основных вида интеграционных. Под приобретением понимается процесс приобретения прав корпоративного контроля в одностороннем порядке. Если же речь идет об интеграции на базе вновь создаваемых компаний, мы говорим о слиянии. Виды интеграционных процессов представлены на рисунке 10.2.





**Рис. 10.2.** Виды интеграционных процессов

Частичное приобретение характеризуется принятием прав на участие в уставном капитале, частичного контроля через участие в совете директоров. Число участников в результате процесса не меняется. Процессы частичного и полного приобретения представлены на рисунке 10.3.



**Рис. 10.3.** Процессы частичного и полного приобретения

Формы частичного приобретения могут осуществляться независимо друг от друга, а могут быть промежуточным этапом процесса более высокого порядка (с точки зрения приобретаемого контроля).

Например, участники проводят интеграцию в виде участия, а через некоторое время достигают договоренности о покупке. Покупка (приобретение — *acquisition*) — это такое объединение предприятий, при котором одно из предприятий, называемое покупателем, получает контроль над нетто-активами и производственной деятельностью другого предприятия, покупаемого

в обмен на передачу активов, принятие обязательств или выпуск акций.

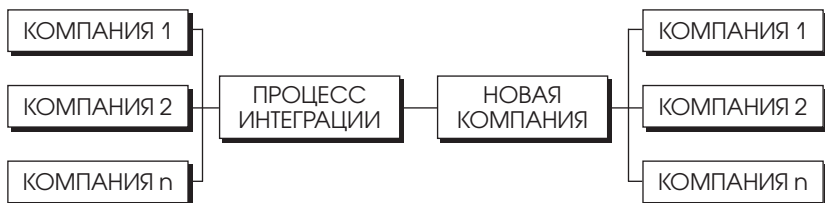
Эта форма станет возможна при условии проведения промежуточного процесса консолидации. В данном примере процесс интеграции может рассматриваться как два процесса (участие и консолидация), либо как один — покупка. В результате под процессом консолидации понимается принятие прав на дополнительное участие в уставном капитале, приобретение корпоративного контроля в более высокой степени. Число участников при этом не меняется. Процесс консолидации может делиться на ограниченный и ступенчатый. В первом случае происходит приобретение прав контроля в рамках уже существующего уровня (например, приобретение 10-процентного пакета к уже имеющимся 10% рассматривается как процесс сохранения уровня участия). Во втором случае происходит повышение степени контроля (например, приобретение 10-процентного пакета к уже имеющимся 40% рассматривается как процесс перехода с уровня влияния до уровня покупки).

Отличительной чертой частичного приобретения является непостоянство степени корпоративного контроля. Здесь имеется в виду не только смена владельца в результате сделки купли-продажи, но и снижение степени контроля в результате увеличения размера уставного капитала компании, например, путем проведения дополнительной эмиссии акций в форме открытой подписки среди неограниченного круга лиц или в форме закрытой подписки среди части существующих акционеров.

В качестве процесса слияния рассматривается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ, любое объединение хозяйствующих субъектов, в результате которого образуется единая экономическая единица из двух или более существовавших структур, появление нового юридического лица на основе двух или нескольких фирм с ликвидацией последних. Если при слиянии фирм мы имеем дело с появлением нового участника, то при слиянии активов несколько иная картина. Процесс слияния активов характерен осуществлением процесса на базе вновь организуемой компании (основной в терминах российского законодательства) с передачей собственниками компаний — участниц в качестве вклада в уставной капитал прав контроля над своими компаниями и сохранением деятельности и организационно-правовой формы последних. Процесс слияния фирм представлен на рисунках 10.4 и 10.5.



**Рис. 10.4.** Процесс слияния форм



**Рис. 10.4.** Процесс слияния активов

Под присоединением общества понимается прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех прав и обязанностей другому. Процесс присоединения может трактоваться и как поглощение. Поглощение также описывается как взятие под контроль компании с помощью скупки большей части ее акций без изменения числа компаний до и после процесса. Процесс присоединения представлен на рисунке 10.5.



**Рис. 10.5.** Процесс присоединения

Разделение общества означает прекращение его существования с передачей всех прав и обязанностей вновь создаваемым обществам. Материнская компания преобразуется в несколько новых независимых юридических лиц с передачей им своих активов и обязательств, а сама перестает существовать. Акционеры материнской компании пропорционально своей доле в ее капитале становятся владельцами акций образовавшихся компаний. При

этом никакого движения денег не происходит, материнская компания какого-либо дохода в результате разделения не получает.

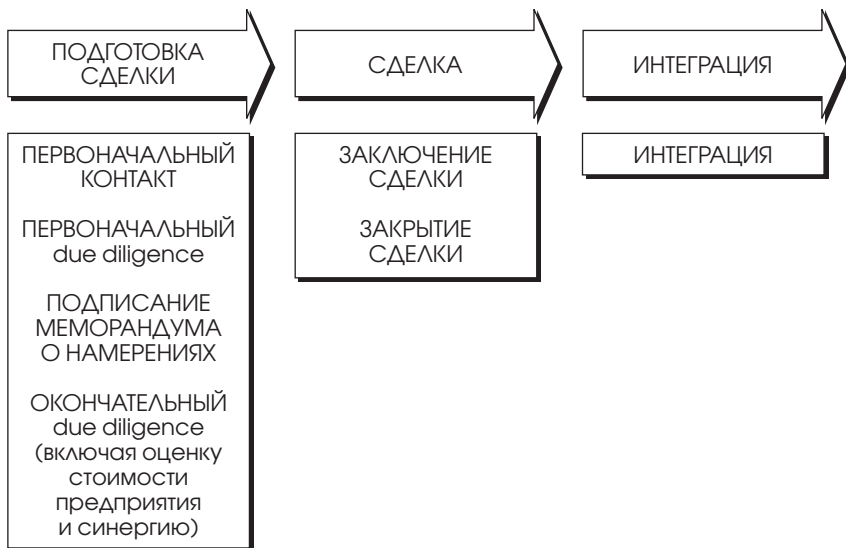
Под выделением понимается создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей. Происходит выделение части активов и пассивов предприятия и передача их одному или нескольким создаваемым предприятиям. При этом старое предприятие продолжает свое функционирование. Часть акционеров может взамен своей доли в материнской компании получить долю в новой компании. Преобразование заключается в изменении организационно-правовой формы общества с открытого на закрытое акционерное общество или общество с ограниченной ответственностью. При этом происходит покупка большей части акций с использованием заемного финансирования и последующее изъятие акций или долей из свободного обращения. Инициатором сделки, как правило, является более крупная компания. При проведении сделок слияния и поглощения акции приобретаемой компании выкупаются у ее акционеров и перестают обращаться на рынке. Вместо них обращаются акции уже объединенной компании, которые являются теми же акциями приобретающей компании.

Разница между слияниями и поглощениями в том, что при слияниях акционеры приобретаемой компании становятся владельцами акций уже объединенной компании, наряду с акционерами приобретающей компании. При этом выкуп акций чаще всего принимает форму обмена акциями в определенной пропорции. При поглощениях какого-либо участия в капитале объединенной компании акционеры приобретаемой компании не принимают. Их акции просто выкупаются иницирующей компанией на договорной основе. Для того чтобы заинтересовать акционеров приобретаемой компании в совершении сделки, покупающей компании необходимо обеспечить такие условия, при которых акционеры продающей компании будут иметь определенный доход (например, купить у акционеров их акции по цене, превышающей текущую рыночную стоимость). При этом величина премии зачастую представляет собой довольно большую величину. Выгода от сделки для обеих компаний, то есть совокупная выгода для обеих сторон от проведения слияния будет равна превышению действительной текущей стоимости объединенной компании над суммой текущих стоимостей компаний, отдельно взятых.

Существует несколько этапов проведения сделки. Выбор того или иного зависит от ряда факторов: насколько дружественны стороны, кто выступает инициатором сделки (продавец или поку-

патель), какие компании объединяются (публичные или частные), сколько сторон участвует в переговорном процессе (контролируемый аукцион или двусторонний процесс).

Если эти правила не соблюдаются, то возникает риск либо развалить потенциально выигрышную сделку, либо переплатить за актив, например, предложив слишком высокую цену на раннем этапе, когда еще нет достаточного объема информации (см. рис. 10.6.).



**Рис. 10.6.** Основные стадии процессов слияний и поглощений

1. Первоначальный контакт. На этом этапе происходит первое знакомство компаний, происходит обмен обзорными материалами, обсуждается принципиальная заинтересованность сторон (здесь не проводится никаких дискуссий о стоимости) и заключается соглашение о конфиденциальности. Этап включает финансовую разведку; первоначальный *due diligence* (юридическую экспертизу).

2. На втором этапе стороны открывают контрагенту детальную, в основном конфиденциальную, информацию, как правило, не всю, а лишь ту, разглашение которой не нанесет существенного урона. Например, сведения об объеме продаж передаются в целом, не по отдельным клиентам и контрактам.

На этом этапе анализируется бухгалтерская отчетность за последние несколько лет, внутренняя финансовая отчетность для

оценки рентабельности каждого торгового объекта и других центров затрат и прибылей и материальные активы и обязательства сети, а также анкеты топ-менеджеров, юридическая структура компании, состав и структура акционеров. На основе этих данных строится финансовая модель и ориентировочно рассчитываются ее будущие финансовые потоки, проводится первоначальная оценка стоимости поглощаемой компании. На этом этапе собственники зачастую обнаруживают, что они не осведомлены о состоянии дел компании.

3. Подписание меморандума о намерениях. Традиционно его подписание не обязывает стороны заключать сделку. В ходе переговоров заключается первичное соглашение по стоимости сделки, ее структуре, инициируется процесс интеграции (переговоры с антимонопольными органами, внутренняя подготовка к интеграционному процессу, оценка размера и источников синергии). Это соглашение, как правило, еще не имеет обязательной юридической силы, за исключением пункта о конфиденциальности и эксклюзивности переговоров, но часто в него вносят дополнительные условия.

4. Окончательный due diligence. Действия на этом этапе зависят от результатов первоначального due diligence и принципиально отличаются только степенью раскрытия информации. Проверка завершается подготовкой договоров купли-продажи и иных сопутствующих соглашений, проведением согласований с государственными органами и т.д. если по итогам due diligence первоначальные предположения о структуре сделки и о цене изменяются, то переговоры о стоимости сделки продолжаются. В результате либо подписывается окончательный договор о подписке бизнеса, либо стороны расходятся.

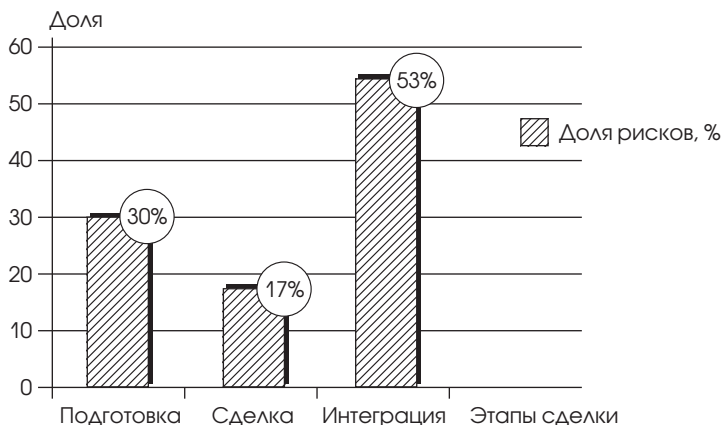
5. Заключение сделки. Кроме переговоров для определения окончательной цены и структуры сделки и формального юридического оформления всех необходимых документов, на этом этапе начинается предварительное планирование интеграции.

6. Окончательная цена сделки зависит от многих факторов, но в первую очередь от существующей и потенциальной прибыльности бизнеса, а также от качества бизнеса и его активов до конкуренции за покупку, структуры покупки и разделения рисков между партнерами по сделке.

7. Закрывание сделки. В ожидании одобрения регулирующих органов на этом этапе руководство активно взаимодействует с менеджерами компании, инвесторами, аналитиками и прессой. Это первый шаг к интеграции.

8. Интеграция. Под интеграцией понимается производственное и организационное объединение предприятий. По оценке специ-

алистов McKinsey, наибольший риск провала слияния возникает на этапе интеграции (рис. 10.7).

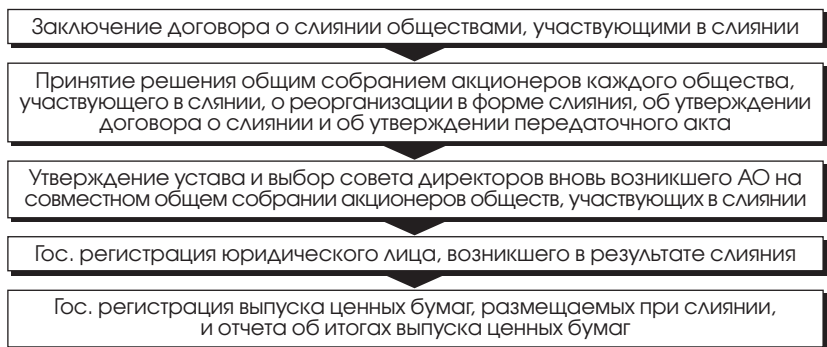


**Рис. 10.7.** Степень рисков на различных стадиях процесса слияний и поглощений

Для того чтобы слияние прошло успешно, еще при его планировании необходимо учесть требования антимонопольного законодательства (Федеральной антимонопольной службы — ФАС).

Как уже говорилось ранее, все крупные слияния и поглощения подвергаются контролю уже на самых ранних этапах и требуют разрешения ФАС.

Для того чтобы осуществить реорганизацию в форме слияния, необходимо пройти следующие основные этапы с соблюдением обязательных правил, установленных нормативными актами (рис. 10.8).



**Рис. 10.8.** Этапы проведения сделки слияния

При заключении договора о слиянии обществами, участвующими в слиянии, обязательно должны быть определены порядок и условия слияния, указание о количестве членов совета директоров (наблюдательного совета) создаваемого общества, избираемых каждым обществом, участвующим в слиянии, и другие сведения.

В договоре для проведения последующей процедуры государственной регистрации указывается порядок конвертации акции каждого АО в акции и иные ценные бумаги нового АО.

Общество, возникшее в результате слияния, подлежит обязательной государственной регистрации. Решение о выпуске акций и решение о выпуске облигаций акционерного общества при его создании в результате слияния должно быть утверждено советом директоров этого акционерного общества. При слиянии общества акции общества, принадлежащие другому обществу, участвующему в слиянии, а также его собственные акции аннулируются.

Заключение договора между присоединяемым обществом и обществом, к которому осуществляется присоединение

Принятие решения общим собранием акционеров присоединяемого общества и общества, к которому осуществляется присоединение, о реорганизации в форме присоединения, об утверждении договора о присоединении и об утверждении придаточного акта

Государственная регистрация выпуска ценных бумаг, размещаемых при присоединении, и отчета об итогах выпуска ценных бумаг

Внесение изменений в устав АО, к которому осуществлено присоединение, связанных с увеличением его уставного капитала на номинальную стоимость размещенных дополнительных акций и т.п.

**Рис. 10.9.** *Этапы проведения сделки присоединения*

В договоре присоединения (рис. 10.9) обязательно должны быть определены порядок и условия присоединения, а также порядок конвертации акций присоединяемого общества в акции и иные ценные бумаги общества и соотношение конвертации акций, к которому осуществляется присоединение.

Согласно ст. 79 закона «Об акционерных обществах»: крупная сделка, стоимость которой составляет от 25 до 50% балансовой стоимости активов общества, должна совершаться с единогласного одобрения совета директоров, а сделка стоимостью более 50%



балансовой стоимости активов общества — три четвертых голосов общего собрания акционеров.

Документы на государственную регистрацию выпуска ценных бумаг, размещаемых при реорганизации путем присоединения, должны быть представлены в регистрационный орган в течение трех месяцев с даты утверждения решения о выпуске ценных бумаг коммерческой организацией, к которой осуществляется присоединение.

## 10.5. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ И ПОСЛЕДСТВИЯ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

**М**ожно отметить, что количество сделок по слияниям и поглощениям растет год от года, но они зачастую не дают желаемого эффекта, не создают добавочной стоимости для собственников поглощаемой фирмы, хотя требуют длительного и недешевого процесса юридических и финансовых переговоров.

Исследования, регулярно проводимые ведущими консалтинговыми компаниями, такими как *McKinsey*, *PricewaterhouseCoopers*, *KPMG*, показывают, что одной из ключевых проблем, связанных с итоговой эффективностью слияний и поглощений является правильная оценка компании — цели сделки по слиянию (далее «компания — цель») покупателем.

Существует достаточное количество подходов к оценке компаний. Выделяют три основных подхода, которые отражены в таблице 10.4.

Таблица 10.4

### МЕТОДЫ ОЦЕНКИ КОМПАНИЙ

ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД	СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД	ДОХОДНЫЙ ПОДХОД
Метод чистых активов	Метод компаний-аналогов	Метод дисконтированных денежных потоков
Метод ликвидационной стоимости	Метод ретроспективных сделок	Метод капитализации доходов
—	Метод отраслевых коэффициентов	Метод капитализации дивидендов

Следует заметить, что сравнительный анализ существующих подходов и методов оценки компаний позволил сделать вывод о том, что каждый оценочный метод находит свое применение при оценке компании в целях ее реорганизации. В то же время наиболее универсальным методом оценки компании в целях приобретения, является классический метод дисконтированных денежных потоков.

Ряд авторов определяют чистый денежный поток, как сумму денежных средств, которая остается после того, как удовлетворены все потребности в денежных средствах на данный операционный цикл.

Для определения денежного потока для инвестированного капитала используется формула:

$$\text{ДП} = \text{ЧП} + \text{Ам} - \text{Кв} + (-) \text{прирост СОК} + (-) \text{прирост ДЗ} + \text{прирост ПрЗ},$$

где ДП — денежный поток; Ам — амортизация; Кв — капитальные вложения; прирост СОК — прирост собственного оборотного капитала; прирост ДЗ — прирост долгосрочной задолженности; прирост ПрЗ — прирост процентов по задолженности.

Конечной целью сделок по слиянию и поглощению (M&A) является достижение синергетического эффекта, т.е. в результате объединения двух или более компаний образуется одна, характеризующаяся более высокими показателями эффективности деятельности. В самом общем виде эффект слияния может быть выражен формулой:

$$\Xi_{\text{M\&A}} = \text{ВМ\&A} \cdot \text{ИМ\&A},$$

где ВМ&A — выгоды от сделки по слиянию; ИМ&A — издержки, связанные с осуществлением сделки по слиянию.

Интеграция оценивается положительно в том случае, когда выгоды от ее проведения (экономические, социальные, экологические) превосходят величину издержек, связанных с проведением слияния.

Ключевым моментом в определении текущей стоимости компании является выбор ставки дисконтирования. На сегодняшний день отсутствует единая точка зрения относительно того, какой показатель следует выбирать в качестве данной ставки. Ставка дисконтирования представляет собой уровень доходности, на который согласился бы инвестор, принимая решение о вложении денег в конкретный проект (компанию). Чем выше уровень риска, связанный с данным проектом, тем более высокую норму доходности требует инвестор. В связи с этим, расчет ставки дисконта заключается в оценке рисков, связанных с вложением денег в конкретный актив.

Существуют различные методы и модели по определению ставки дисконтирования денежного потока. Наиболее распространенными являются:

1) модель по оценке капитальных активов (CAPM — Capital Asset Pricing Model);

2) метод кумулятивного построения;

3) модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC — Weighted Average Cost Capital).

Расчет ставки дисконтирования зависит от того, какой тип денежного потока используется для оценки в качестве базы: собственный или инвестированный. Метод кумулятивного построения и модель по оценке капитальных активов (CAPM) используются для оценки стоимости собственного капитала, модель средневзвешенной стоимости капитала — для оценки стоимости инвестированного капитала.

Определение ставки дисконтирования с использованием модели CAPM проводится по формуле:

$$r = r_{RF} + \beta \cdot (r_M - r_{RF}),$$

где  $r_{RF}$  — безрисковая ставка процента;  $\beta$  — коэффициент систематического риска;  $r_M$  — среднерыночная доходность.

Расчет ставки дисконтирования по методу кумулятивного построения, проводится в соответствии с таблицей рисков инвестирования (табл. 10.5).

Таблица 10.5

РАСЧЕТ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ  
МЕТОДОМ КУМУЛЯТИВНОГО ПОСТРОЕНИЯ

ФАКТОРЫ РИСКА	ПРЕДЕЛ	ПРИМЕЧАНИЕ
Безрисковая ставка дохода	4–15	Зависит от страны-инвестора
Ключевая фигура	0–5	Качество управления – образованность менеджеров
Размер компании	0–5	В зависимости от размера активов
Финансовая структура	0–5	В зависимости от финансового состояния предприятия
Товарная / территориальная диверсификация	0–5	В зависимости от разнообразия выпускаемой продукции
Диверсификация клиентуры	0–5	
Страновой риск	0–10	
Отраслевой риск		
Ставка дисконта (1 + ... 8)		

В ходе расчета стоимости предприятия по методу дисконтированных денежных потоков возникает необходимость в определении остаточной стоимости бизнеса в постпрогнозный период. Определение остаточной стоимости основано на предположении о том, что предприятие способно приносить доход и по окончании прошедшего периода.

Остаточная стоимость компании, рассчитывается по следующей формуле:

$$ОСБ = \frac{D}{R - K}$$

где *ОСБ* — остаточная стоимость бизнеса; *D* — денежный поток доходов за первый год прогнозного (остаточного) периода; *R* — ставка дисконта; *K* — долгосрочные темпы роста предприятия.

На этапе объединения следует рассчитать новую ставку дисконтирования, общую для интегрируемых компаний.

Для оценки синергии, необходимо выявить ее источник (например, в результате объединения компании А и В произойдет увеличение объемов продаж за счет расширения каналов сбыта, изменения качества и ассортимента продукции и т.п.). На основе данной информации можно определить прогнозируемые операционные денежные потоки объединенной компании и зная новую ставку дисконтирования рассчитать текущую стоимость компании с учетом синергии.

Для оценки стоимости бизнеса часто применяется затратный подход, а именно метод стоимости чистых активов. Он базируется на рыночной стоимости реальных активов предприятия, но не учитывает будущие доходы бизнеса и ситуацию на рынке. Данный подход используют в основном при оценке стоимости предприятий, для которых сложно достоверно спрогнозировать будущие доходы в силу специфики деятельности, а также для компаний близких к банкротству.

Метод чистых активов определяет стоимость бизнеса как стоимость имущества за вычетом обязательств.

Расчет методом стоимости чистых активов включает несколько этапов:

- 1) оценивается недвижимое имущество предприятия по обоснованной рыночной стоимости;

- 2) определяется обоснованная рыночная стоимость машин и оборудования;
- 3) выявляются и оцениваются нематериальные активы;
- 4) определяется рыночная стоимость финансовых вложений;
- 5) товарно-материальные запасы переводятся в текущую стоимость;
- 6) оценивается дебиторская задолженность;
- 7) оцениваются расходы будущих периодов;
- 8) обязательства предприятия переводятся в текущую стоимость;
- 9) определяется стоимость собственного капитала по формуле:

$$\text{Собственный капитал} = \text{Активы} - \text{Обязательства}$$

В ходе оценки стоимости бизнеса предприятия методом чистых активов особо уделяют внимание корректировке стоимости основных средств, включая здания, сооружения и прочие основные средства, применяют затратный подход, предусматривающий следующие действия:

- 1) определение полной стоимости воспроизводства или полной стоимости замещения объекта оценки;
- 2) определение совокупного износа;
- 3) определение рыночной стоимости уменьшением полной стоимости воспроизводства объекта на величину накопленного совокупного износа. В теории оценки различают следующие виды износа имущества:

а) физический износ характеризует уменьшение стоимости имущества вследствие потери его элементами своих первоначальных свойств;

б) функциональный износ характеризует уменьшение стоимости имущества вследствие потери им способности использоваться по прямому назначению;

в) внешний износ характеризует уменьшение стоимости имущества вследствие изменений условий окружающей среды (социальных стандартов общества, законодательных и финансовых условий, демографической ситуации, градостроительных решений, экологической обстановки и других качественных параметров окружения).

В таблице 10.6 приведена сводка величин функционального износа имущества, используемая российскими оценщиками в своей практике. В этой сводке функциональный износ ставится в зависимость от характеристик конкурентоспособности имущества.

**СВОДКА ВЕЛИЧИН  
ФУНКЦИОНАЛЬНОГО ИЗНОСА ИМУЩЕСТВА**

<b>ХАРАКТЕРИСТИКА СОСТОЯНИЯ ИМУЩЕСТВА</b>	<b>ВЕЛИЧИНА ИЗНОСА, %</b>
Соответствует лучшим мировым образцам. Вполне вписывается в современный технологический процесс	0
Вполне конкурентоспособно, однако имеются образцы, лучшие по второстепенным параметрам. Используется в составе действующей технологической цепочки, хотя и незначительно устаревшей	5–10
Конкурентоспособно, однако имеются образцы, лучшие по основным параметрам. Используется в составе действующей технологической цепочки, хотя и устаревшей	15–35
Не конкурентоспособно, значительно уступает лучшим образцам по основным параметрам. Используется в составе действующей технологической цепочки, хотя значительно устаревшей	40–70
Безнадёжно не конкурентоспособно, снято с производства, во всех отношениях проигрывает аналогам. Не вписывается в действующий технологический процесс (не нужно в принципе в рамках используемой технологии)	75–100

Таким образом, слияния и поглощения предприятий на сегодняшний день являются обязательным элементом развития компании в большинстве сфер деятельности. Именно удачно проведенная стратегия слияния, поглощения позволяет компаниям добиваться новых результатов, выходить на принципиально новый уровень своего развития, реализовывать потенциал в области инноваций, максимизировать эффективность от использования совместного опыта двух или нескольких предприятий.

На основании мотивов предприятий к проведению сделки по поглощению, были выделены следующие основные принципы слияний и поглощений:

- 1) принцип объединения;
- 2) принцип структурной оптимизации;
- 3) принцип синергии;
- 4) принцип дополнения специфичными активами;
- 5) принцип изменения стоимости компании.

Они отражают, на наш взгляд, основные правила, по которым можно классифицировать успех проведенной сделки слияния или поглощения.

Слияния могут повысить эффективность объединившихся компаний, но они же могут и ухудшить результаты текущей производ-

ственной деятельности, усилить бремя бюрократии. Чаще всего очень сложно заранее оценить, насколько велики могут быть изменения, вызванные слиянием или поглощением. Но и результаты множества исследований по измерению чистого эффекта уже произведенных слияний и поглощений дают очень противоречивые, зачастую абсолютно противоположные, выводы.

По данным *Mergers & Acquisitions Journal*, 61% всех слияний и поглощений компаний не окупает вложенных в них средств. А исследование 300 слияний, происшедших за последние 10 лет, проведенное *Price Waterhouse*, показало, что 57% компаний, образовавшихся в результате слияния или поглощения, отстают по показателям своего развития от других аналогичных представителей данного рынка и вынуждены вновь разделяться на самостоятельные корпоративные единицы.

Экспертами обычно указываются три причины неудачи слияний и поглощений:

- 1) неверная оценка поглощающей компанией привлекательности рынка или конкурентной позиции поглощаемой (целевой) компании;
- 2) недооценка размера инвестиций, необходимых для осуществления сделки по слиянию или поглощению компании;
- 3) ошибки, допущенные в процессе реализации сделки по слиянию.

Поглощающие компании порой неверно оценивают активы интересующих их компаний или их обязательства. Например, можно недооценить издержки, сопряженные с модернизацией оборудования в этой компании, или ее обязательства по гарантийному обслуживанию бракованной продукции. Существенно могут повлиять на эффективность слияния обязательства поглощаемой компании по охране окружающей среды. Если операции этой компании приводят к загрязнению среды, все затраты в этом случае, скорее всего, будут возложены на плечи поглощающей компании.

Очень часто недооцениваются необходимые инвестиции для осуществления сделки по слиянию или поглощению. Ошибки в оценке стоимости будущей сделки могут быть очень внушительными. Например, при поглощении BMW компании Rover приблизительная стоимость последней составляла 800 млн фунтов, а необходимые в последующие пять лет после слияния инвестиции — 3,5 млрд фунтов.

Многие слияния, которые казались экономически обоснованными, потерпели неудачу из-за ошибок, допущенных в процессе их осуществления.

Иногда менеджеры не могли справиться с трудностями, обусловленными интегрированием двух компаний с различными особенностями производственного процесса, бухгалтерского учета, корпоративной культуры.

Ценность многих компаний прямо зависит от таких специфических активов, как человеческие ресурсы, – профессионализма менеджеров, квалификации рабочих, инженеров, исследователей. Смена хозяина приводит к пересмотру сложившихся критериев оценки персонала и традиций планирования карьеры, к изменению приоритетов расходования средств, к изменению относительной важности отдельных функций управления и, следовательно, к ломке неформальной структуры. Кроме того, если менеджеры поглощаемой компании имеют определенную долю в ее капитале, их мгновенное превращение из собственников в наемных работников негативно сказывается на мотивации, и в результате они начинают хуже работать. Если эти специалисты не будут чувствовать себя удовлетворенными своим положением в новой компании, образованной после слияния, лучшие из них уйдут из нее.

Аналитические исследования имевших место слияний показывают интересные результаты: оказывается выгоднее продавать компанию, чем приобретать чужую. В большинстве случаев акционеры компаний, которые выступали продавцами в сделках по слиянию или поглощению, получили весьма существенные выгоды, а акционеры поглощающей компании выигрывали гораздо меньше. Это можно объяснить двумя причинами:

- Во-первых, поглощающие компании, как правило, всегда крупнее, чем поглощаемые. В этом случае при равномерном распределении чистых выгод от слияния или поглощения между двумя компаниями акционеры каждой компании получают одинаковые прибыли в абсолютном исчислении, но в относительном, или процентном, выражении прибыли акционеров поглощаемой компании окажутся гораздо выше.

- Во-вторых, существенно содействует этому процессу конкуренция между покупателями. Каждый следующий претендент на покупку компании стремится превзойти условия, выдвинутые предыдущим. При этом все большая часть выигрыша от предстоящей сделки слияния переходит к акционерам поглощаемой компании. В то же время менеджеры компании, которую собираются поглотить, могут предпринять ряд мер противозахватного характера, добиваясь, чтобы продажа их компании, если она и наступит, произошла по самой высокой из возможных в данных условиях цене.



В рамках крупных корпораций, образованных в результате слияния или поглощения, зачастую возникает явление, называемое в экономической науке субоптимизацией. Суть его состоит в следующем: внутри корпорации обычно преобладают стремления укреплять внутригрупповые кооперационные связи, покупать преимущественно у «своих». При этом каждая «своя» компания, естественно, стремится устанавливать цену, приносящую максимальную прибыль. В результате либо продукция на выходе становится слишком дорогой и неконкурентоспособной, либо обычные коммерческие переговоры об уровне цен превращаются в бесконечные разборки взаимных претензий. Чем сложнее система кооперационных связей внутри корпорации, тем сложнее построить и отладить систему трансфертных цен, удовлетворяющих фирмы на разных концах кооперационной цепочки.

Основная тенденция российского рынка слияний и поглощений — возможность покупки активов по низким ценам уходит в прошлое.

Поэтому потенциальные инвесторы сталкиваются с проблемой более тщательного анализа компании-цели.

Найти и оценить объект слияния или поглощения в сегменте средних и мелких компаний непросто. К сожалению, в настоящее время в открытом доступе информации о таких фирмах практически нет. Это значительно ограничивает классические технологии отбора и оценки компаний, которые могли бы стать предметом поглощения.

Опасности слияний и поглощений. Покупатели готового бизнеса берут на себя множество рисков. Они могут:

- 1) переплатить;
- 2) недооценить все последствия сделки и приобрести не то, что нужно;
- 3) недооценить дополнительные инвестиции, необходимые для слияния компаний;
- 4) неверно определить объект покупки: активы или весь бизнес;
- 5) потерять ключевых менеджеров и специалистов при реорганизации;
- 6) выбрать самый дорогой путь решения проблемы, зачастую слияние или поглощение приводит к ухудшению финансового положения компании;
- 7) ошибиться в цене сделки.

Владельцы предприятия всегда знают о нем и его перспективах больше, чем сторонние наблюдатели. Последние могут не подозревать, что в компании назревают системные проблемы или приближается кризисное положение.

## 10.6. СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ДИНАМИКА РОССИЙСКОГО РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

**В** 2015 году активность на рынке слияний и поглощений в России в целом значительно снизилась. Вместе с тем был заключен ряд крупных сделок, в первую очередь в нефтегазовом секторе, и заметно увеличилась доля сделок, вызванных острой потребностью продавцов в ликвидных средствах.

Общая сумма сделок на рынке слияний и поглощений (M&A) России в 2015 году составила \$46,1 млрд. Это на 62% меньше, чем в 2013 году, и объем рынка уменьшился, достигнув примерно уровня 2010 года. Такое серьезное падение в основном объясняется неопределенностью относительно перспектив развития экономики после начала кризиса, нежеланием брать на себя риски, недостаточностью финансовых средств в связи с кризисом ликвидности и значительным разрывом в ценовых ожиданиях между покупателями и продавцами.

Оставив позади необычайно трудный год, в 2017 году ожидается всплеск деловой активности на рынке слияний и поглощений. На фоне стабилизации экономики по мере выхода из кризиса прогнозируется, в частности, усиление притока иностранных инвестиций и рост сделок российских компаний по приобретению зарубежных активов.

Наибольшее падение в M&A отмечается в таких отраслях, как потребительский сектор, финансовые услуги, металлургия и горнодобывающая промышленность — это именно те отрасли, которые больше всего пострадали от кризиса. В каждом из этих секторов падение составило примерно 80% от уровня 2013 года.

Наиболее резкое падение активности на рынке слияний и поглощений наблюдалось в потребительском секторе и розничной торговле, финансовом секторе, металлургической и горнодобывающей промышленности. Характерно, что именно эти отрасли оказались в числе тех, кто в наибольшей степени пострадал от кризиса. Объем сделок в каждом из перечисленных секторов упал примерно на 80% по сравнению с 2013 годом.

В число других крупнейших сделок вошла покупка Газпромом 20% пакета акций ОАО «Газпром нефть» за \$4,2 млрд, а также приобретение 25% минус одна акция ОАО «Севернефтегазпром» германским концерном E.ON примерно за \$4 млрд. Из десяти крупнейших сделок за 2015 год семь были заключены в нефтегазовом секторе, три — в секторе телекоммуникаций и СМИ.

Поскольку общий объем рынка слияний и поглощений сократился, а стоимость крупномасштабных сделок осталась приблизительно на уровне 2013 года, доля десяти крупнейших сделок в общем объеме рынка резко увеличилась.

В 2017 году финансовые аналитики прогнозируют ощутимый рост общего объема сделок слияний и поглощений. В первую очередь этому будут способствовать такие факторы, как заметно возросшая уверенность участников рынка на фоне начавшегося экономического роста, продолжающаяся «расчистка» балансов компаний с высокой долговой нагрузкой за счет продажи отдельных активов, а также все более активный возврат на рынок иностранных покупателей.



# ▶ ГЛАВА 11

## МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

---

- 11.1. Основы международного финансового менеджмента.
  - 11.2. Менеджмент валютных операций.
  - 11.3. Финансовый менеджмент МНК.
  - 11.4. Менеджмент валютных рисков.
- 

### 11.1. ОСНОВЫ МЕЖДУНАРОДНОГО ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

**М**еждународная деловая активность во многом зависит от финансового сопровождения. Кроме рассмотренных выше экономических, культурных, юридических и политических условий, международный бизнес действует в определенной валютно-финансовой среде. Поиск финансовых ресурсов и распоряжение ими занимают значительную часть в деятельности международного менеджмента.

**Международный финансовый менеджмент** — это система финансово-экономических решений в условиях интернационализации хозяйственной деятельности.

Международный финансовый менеджмент решает свои специфические **задачи**. К основным из них можно отнести следующие:

- поиск *источников* финансирования;
- установление *направлений* финансовых потоков;
- определение способов нейтрализации финансовых *рисков*.

Современная валютно-финансовая среда характеризуется высокой динамичностью и непредсказуемостью. Это создает значительную неопределенность в деятельности международного финансового менеджмента.

**Причин неопределенности** в осуществлении международного финансового менеджмента может быть несколько. Рассмотрим четыре основных из них.

### **Причина 1. Многообразие валют.**

На современном рынке финансов имеют хождение почти двести наименований валют. Они находятся по отношению друг к другу в динамичной зависимости. Колебания обменных курсов валют происходят ежедневно.

Валюта любой страны присутствует как в национальных границах, так и за рубежом.

*Международная валюта* — это национальная валюта, переведенная в иностранные банки для зарубежных операций, исключая страну эмитента (хозяина) данной валюты.

Например, доллары США во французском банке на смену испанской компании, предназначенные для ее зарубежных сделок, будут международной валютой.

### **Причина 2. Валютные риски.**

Валютными рисками называют вероятность потерь из-за колебаний обменного курса. Такие риски можно предвидеть и предпринимать усилия по их снижению.

Меры по устранению или уменьшению нестабильности будущих финансовых поступлений называются *хеджированием*.

### **Причина 3. Политико-государственные риски.**

Указанные риски связаны с политической нестабильностью в стране или регионе. Если существует угроза свержения действующей власти, то это может сильно изменить валютно-финансовую среду.

Кроме того, позиция государства может существенно отличаться в ряде элементов, прямо или косвенно влияющих на валютно-финансовые условия страны. Наиболее важными элементами являются: налогообложение, репатриация и реинвестиция доходов.

Система *налогообложения* по отношению к иностранным предприятиям (ИП) прямо влияет на валютно-финансовую среду в данной стране. Если ИП действуют в рамках, равных с местными предприятиями, это создает возможности для поиска конкурентных преимуществ. Если же ИП, как инвесторы, получают налоговые льготы, это может привлечь в страну зарубежные капиталы.

*Репатриация* доходов — это ограничение перечислений со стороны национальных дочерних фирм в адрес головной компании части полученных в данной стране доходов. Конечно, государство не отбирает у фирм часть из их доходов, оно лишь ограничивает отток капиталов из страны.

*Реинвестиция* доходов — это обязательные вложения со стороны национальных дочерних фирм части своих доходов в инвестиции внутри страны. С одной стороны, это способствует росту на-

циональной экономики. С другой стороны, это препятствует оттоку валюты из страны.

В Республике Беларусь в середине 1990-х годов существовало четыре обменных курса на валюту ведущих западных стран. Белорусские предприятия-экспортеры, получая прибыль в валюте, обязаны были львиную долю ее продавать государству по самому невыгодному для них курсу. Зато другие предприятия могли получить серьезное преимущество путем покупки валюты по выгодному для них курсу. Это создавало изначально разные «правила игры» для хозяйствующих субъектов на международном рынке.

#### ***Причина 4. Разница экономических и юридических систем.***

Эффект контракта может существенно зависеть от страны его заключения, так как экономические и правовые условия могут быть разными. Это имеет значение и для деловой активности в целом. Так, с целью привлечения инвестиций государство может установить ряд налоговых льгот.

#### **Виды налоговых льгот:**

1. *Освобождение от налогов* по иностранным инвестициям с учетом того, что налог на эти деньги уплачен в своей стране.

2. *Налоговый кредит*. Он может быть установлен в чужом государстве в объеме уплаченных в своей стране налогов.

3. *Вычет налогов*. Это учет уплаченных в своей стране налогов в расходы фирмы за рубежом, что существенно уменьшает налоговую базу.

В ходе финансового обеспечения международного бизнеса сложилась соответствующая валютная система, которая ныне приобрела статус мировой.

**Мировая валютная система (МВС)** — это комплекс валютных отношений между странами, который сложился исторически и закреплён международными договорами.

Ныне действующая мировая валютная система организационно оформлена в 1976 г. на Ямайке (поэтому ее называют Ямайской МВС). Она полицентрична, то есть не предусматривает ведущей мировой валюты. Система основана на плавающих валютных курсах. Ямайская МВС упразднила роль золота как валютного эквивалента или международных денег.

Современные государства осуществляют на национальном рынке разную **валютную политику**. Это связано с целями, которые при этом преследуются. Среди разновидностей валютной политики можно выделить твердую фиксацию валютного курса и валютную интервенцию.

*Твердая фиксация валютного курса* — это способ защиты развивающейся экономики и слабого национального рынка валют. Связано это с тем, что валютная саморегуляция в стране пока недостаточно сильна. Таким образом, политика фиксации курса используется развивающимися странами.

*Валютная интервенция* — это покупка или продажа Центробанком (Нацбанком) иностранной валюты за национальную на внутреннем рынке. Это делается для поддержания стабильности спроса и предложения на национальном рынке валют. Если намечается дефицит какой-либо валюты, Центробанк «выбрасывает» на продажу необходимое ее количество. И наоборот, при появлении излишков наличности, Центробанк их скупает. Так поддерживается стабильность национального рынка валют.

Инвестиции валюты одной страны в экономику другой могут осуществляться не только частными инвесторами, но и целыми государствами. Кроме того, существуют международные банки и фонды, которые могут осуществить крупные целевые инвестиции и кредиты.

Например, специализированный Международный банк реконструкции и развития (МБРР) предоставляет дешевые кредиты государствам на структурную перестройку и демонополизацию национальных экономик.

Итак, международный финансовый менеджмент призван использовать мировой валютно-финансовый рынок для развития международного бизнеса и национальных экономик.

## 11.2. МЕНЕДЖМЕНТ ВАЛЮТНЫХ ОПЕРАЦИЙ

**Л**юбой хозяйствующий субъект — участник внешнеэкономической деятельности, имеет свою валютную позицию.

**Валютная позиция** — это соотношение требований и обязательств хозяйствующего субъекта в определенной валюте.

Различают два вида валютных позиций: закрытую и открытую.

*Закрытая* валютная позиция означает совпадение требований и обязательств в данной валюте. Баланс приводит к тому, что отток или приобретение валюты в ближайшее время не планируется.

*Открытый* валютная позиция считается при несовпадении требований и обязательств в данной валюте. В свою очередь, открытая позиция может быть длинной или короткой. Первая предполагает, что обязательства компании в валюте меньше, чем требования в ней. То есть, компания стремится и дальше приобретать данную валюту.

Короткая открытая валютная позиция возникает, когда компания имеет в валюте на конкретную дату больше обязательств, чем требований. Иными словами, она в ближайшее время будет вынуждена расстаться с данной валютой.

Компании с открытой валютной позицией вынуждены использовать либо приобретать валюту. При этом они подвергаются **валютному риску**. Перед проведением валютных операций следует оценить размеры открытости позиции (объемы валюты на использование или покупку), степень риска и адекватные способы его уменьшения.

Для минимизации валютного риска обычно используются *срочные контракты*. Они могут обращаться на международных валютных биржах или продаваться-покупаться в международных банках. К таким специфическим инструментам уменьшения валютного риска относятся: банковские контракты — форварды и свопы; биржевые контракты — фьючерсы и опционы. Рассмотрим их.

**Форвардный валютный контракт.** Это обязательство между банком и клиентом на покупку или продажу в конкретный день в будущем определенной суммы иностранной валюты по фиксированному курсу. Иными словами, валюта, сумма, курс и день устанавливаются в момент заключения сделки. После этого ни банк, ни клиент не вправе менять курс, сумму валюты или день платежа.

Форвардные (будущие) контракты часто носят нестандартный характер, то есть они заключаются «под клиента».

**Фьючерсный валютный контракт.** Это биржевое соглашение на поставку валюты на срок свыше трех дней со дня заключения сделки, но по цене дня сделки.

Фьючерсный (будущий) контракт похож на форвардный. Он в день заключения фиксирует курс и сумму будущей сделки. Однако имеются и существенные отличия.

Во-первых, фьючерс является биржевой сделкой, а форвард — банковской. Фьючерсы привязываются к определенным датам (например, числам месяца или дням недели), а форварды определяют срок и объем сделки по взаимной договоренности.

Во-вторых, фьючерсы совершаются с ограниченным кругом валют: доллар США, евро, фунт стерлингов, японская иена. Форварды оперируют широким кругом валют.

Почти все фьючерсные операции заканчиваются заключением офсетной (обратной) сделкой. При этом реальной поставки валюты не осуществляется. Участники контракта получают лишь разницу между первоначальной ценой и сложившейся в день обратной



сделки. Форварды же почти все заканчиваются реальной поставкой валюты по контракту.

В-третьих, фьючерсные контракты более стандартизированы, и потому более дешевы. Форвардные контракты индивидуализированы, поэтому они обычно дороже.

Фьючерсы доступны как для крупных, так и для мелких инвесторов. Форварды же оперируют крупными суммами.

**Опционный валютный контракт.** Это соглашение между продавцом и покупателем на право купли-продажи валюты в будущем по фиксированной цене.

У держателя опциона есть выбор: реализовать его или отказаться от его исполнения. Опцион является не обязательством, а правом. В этом принципиальное отличие опционов от форвардов и фьючерсов.

В опционной сделке принимают участие: продавец опциона (надписатель опциона) и его покупатель (держатель опциона). Покупатель приобретает право (но не обязательство) купить или продать определенную сумму валюты в будущем по цене, фиксированной при заключении сделки. Продавец принимает обязательство (а не право) продать или купить сумму по оговоренной цене.

Опцион переводит риск по возможному изменению валютного курса к продавцу. Поэтому последнему за это полагается премия, которую выплачивает покупатель. Размер премии устанавливается в зависимости от объема, ценности и сроков опциона, подвижностью курса данной валюты и процентных ставок.

Различают несколько *видов* опционов:

*Опцион продавца* (put-опцион). Он дает право владельцу на продажу определенного объема валюты в будущем, но заранее фиксированной цене;

*Опцион покупателя* (call-опцион). Он дает право владельцу на покупку валюты на тех же условиях;

*Европейский опцион.* Он может быть исполнен только в день истечения действия контракта. В противном случае право купли-продажи теряется;

*Американский опцион.* Он дает право купли-продажи валюты в любое время до истечения действия контракта.

Цель покупателя опциона — защититься от валютного риска, цель продавца — получить прибыль (премию) от колебания курсов.

**Своп-контракт.** Это операция *валютного бартера*, то есть купли-продажи двух валют с последующей контрсделкой.

Своп (swap) — операции совершаются на межбанковском рынке и представляют собой комбинацию из спот- и форвардных сделок.

Фактически своп-контракт представляет собой две отдельные сделки по одновременному валютному обмену. Сделки при этом имеют противоположную направленность и различные даты расчетов. Наличная сделка осуществляется по оговоренному курсу (своп). Курс же контр-сделки корректируется с учетом премии или дисконта.

При своп-сделке клиент экономит на *марже* — разнице между курсами продавца и покупателя валют по наличной сделке. Для банка выгода заключается в том, что он временно обеспечивается валютой без риска из-за изменения курса.

При проведении международных валютных операций ключевой проблемой является установление соотношения валют, то есть валютного курса. Условия паритетов валютного рынка описывают **теории соотношения валют**.

Теории базируются на *законе единой цены*. Согласно ему, цены финансовых активов с одинаковым риском, скорректированные на валютный пересчет, с учетом операционных затрат, выравниваются на всех мировых рынках. Механизмом выравнивания является международный арбитраж.

*Валютный арбитраж* — операция покупки актива на дешевом рынке и продажа его на более дорогом.

Рассмотрим пять теорий соотношения валют, которые наиболее часто используются в менеджменте валютных операций.

**Теория паритета покупательной способности валюты.** Согласно данной теории, валюты соотносятся по количеству и качеству товара, который можно купить на национальных рынках данных валют.

Паритет покупательной способности валюты может быть абсолютным и относительным. Абсолютный паритет рассматривает уровень цены на момент рассмотрения. Относительный паритет учитывает динамику цены.

Более высокий рост цен на внутреннем рынке по сравнению с международным, приводит к обесцениванию национальной валюты, так как ее покупательная способность падает.

**Теория паритета процентных ставок.** По этой теории соотношение валют определяется форвардным (будущим) курсом и уровнем процентных ставок по депозитам в стране.

Высокие процентные ставки в условиях равновесия должны покрываться форвардным дисконтом по валюте. Низкие процентные ставки должны компенсироваться премией.

**Эффект Фишера.** Эта теория указывает, что валюты с более высоким темпом инфляции должны иметь более высокую процентную

ставку. И наоборот, устойчивые к инфляции валюты должны иметь низкую ставку в процентах.

**Международный эффект Фишера.** По данной теории валюты с более высоким темпом инфляции должны иметь более низкий курс (*слабая валюта*).

Из-за высокой инфляции слабую валюту выгоднее инвестировать за рубеж, чем в национальную экономику.

Таким образом, в простом эффекте Фишера оперируют процентными ставками, а в международном эффекте Фишера — валютными курсами.

**Теория несмещенного форвардного курса.** Согласно этой теории котируемый рынком будущий валютный курс есть показатель ее устойчивости.

Банковский прогноз форвардного курса или биржевой прогноз фьючерсного курса наиболее полно оценивают силу и устойчивость валюты. На базе данных прогнозов и формируется затем спот-курс реальных сделок.

Подводя итог сказанному, следует отметить, что основной проблемой международных валютных операций является правильное прогнозирование динамики валютных курсов и недопущение потерь на этом.

### 11.3. ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ МНК

**В** межнациональных корпорациях (МНК) часто возникают проблемы между целями МНК и финансовыми возможностями их реализации. В их условиях необходимо решать специфические **задачи** международного финансового менеджмента. Можно выделить пять основных задач.

1. *Финансовый мониторинг.* Он включает анализ динамики финансовых потоков, изучение потенциальных финансовых инвестиций.

2. Создание системы принятия *финансовых решений.* На основании мониторинга топ-менеджеры МНК корректируют финансовые потоки, осуществляют поиск инвесторов и кредиторов под новые бизнес-проекты.

3. *Планирование использования* финансовых ресурсов как кратковременных, так и долговременных. Для этого оцениваются имеющиеся бизнес-проекты с точки зрения их выгодности по потенциальной прибыли, а также срокам возврата финансовых вложений.

4. Оценка возможных *финансовых рисков* и принятие по их снижению. Допустимые риски соотносятся с ожидаемой прибылью в случае успеха.

5. *Контроль* за исполнением финансовых решений и движением денежных средств. Сюда входит и сфера бухгалтерского учета и аудита.

*Главной задачей* международного финансового менеджмента является оценка краткосрочных и долгосрочных финансовых активов и обязательств МНК во временном и пространственном использовании на международном рынке.

Важнейшую роль в финансовом менеджменте МНК играет поиск **источников финансирования**. Возможны внутренние и внешние источники финансирования. Рассмотрим их.

— *Внутренние источники финансирования*. Ими могут быть:

- кредиты и займы из доходов головной компании или дочерних фирм;

- взаимокредиты и займы между дочерними фирмами.

— *Внешние источники финансирования*. В их числе для МНК возможны:

- правительственные кредиты, займы и государственные заказы;

- кредиты и займы других компаний альянса;

- выпуск ценных бумаг МНК;

- выпуск и продажа акций МНК и ее фирм и др.

— *Банковское финансирование*. Для МНК возможны следующие формы банковского финансирования:

- кредитная линия — выделение банком определенной суммы в течение установленного срока на расходы под конкретный проект; *револьверный кредит* — пролонгирование кредитной линии на новый срок («многозарядный» кредит);

- срочный заем — краткосрочный целевой кредит, который обычно выделяется на срок до 90 дней;

- *овердрафт* — допущение банком дебетового остатка на счете клиента.

Так, для постоянного и серьезного клиента банк может профинансировать сделку даже в том случае, если на счете клиента денег недостаточно. В этом случае банк выделяет недостающую сумму из своих средств. Данная сумма затем сразу же возвращается банку по мере поступления денег на счет клиента. Это и есть овердрафт.

**Финансовые инвестиции**. Под конкретные бизнес-проекты МНК привлекают финансовые инвестиции. Инвестор получает при этом свою долю в будущей прибыли от данного проекта.

Важной составной частью финансового менеджмента МНК является управление оборотными средствами.

**Управление оборотным капиталом** МНК — это использование оборотных активов и текущих пассивов (обязательств).

*Оборотные фонды* — это разница между текущими активами и пассивами.

Существуют различные **виды управления оборотным капиталом**.

Рассмотрим четыре основных из них.

### 1. УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНОЙ НАЛИЧНОСТЬЮ.

В круг этого вида финансового менеджмента входит:

— создание *модели* движения наличных денежных средств в компании;

— составление *кэш-бюджета*, то есть плана использования наличных денежных средств;

— ведение *кассового бюджета*, то есть учет фактического движения наличных денег.

### 2. УПРАВЛЕНИЕ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ.

Деятельность менеджеров МНК по отношению к должникам может быть представлена пятью основными вариантами, по нарастающей:

— установление *продольных сумм* долгов: после их превышения следует работать только с предоплатой;

— *психологическое воздействие* на должников: звонки-напоминания, направление письменных сообщений о долге и пене и др.;

— *бартерный расчет*, то есть принятие суммы задолженности какой-либо продукцией при отсутствии денег;

— оплата своих налогов путем взыскания с должника сумм *через налоговые органы*;

— исковые заявления в *хозяйственный суд*.

Во второй половине 1990-х годов взаимные неплатежи были буквально бичом экономики. Хозяйственные суды были завалены исками. Но даже после судебного решения взыскание нередко осуществлялось годами. Часто фирма просто прекращала свою деятельность раньше, чем судебные исполнители успевали взыскать долги.

### 3. УПРАВЛЕНИЕ МАТЕРИАЛЬНО-ТЕХНИЧЕСКИМИ ЗАПАСАМИ.

Создание и использование материально-технических запасов зависит от двух факторов. С одной стороны, запасы должны быть достаточно большими, чтобы в случае перебоев в снабжении не произошло остановки производства. С другой стороны, складские запасы обездвиживают оборотные средства компании. И если они велики, это отрицательно сказывается на финансовом положении МНК.

Поиском оптимального объема в сырье, материалах, комплектующих и запасных частях занимается *логистика*.

#### 4. ОЦЕНКА АЛЬТЕРНАТИВ ФИНАНСОВЫХ ВЛОЖЕНИЙ.

Решения о том, куда направить финансовые ресурсы, принимаются на основании следующих *критериев*:

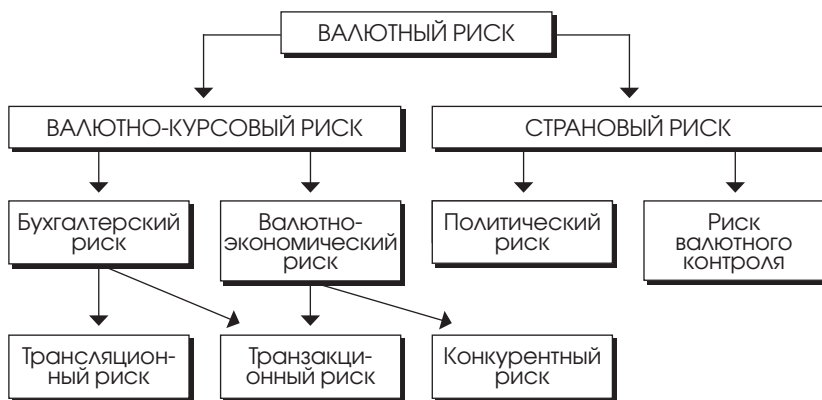
- ожидаемая рентабельность вложений;
- продолжительность оборота и срок возврата средств;
- степень риска.

Итак, целью финансового менеджмента МНК является такое управление валютными ресурсами, чтобы они приносили максимальную отдачу.

### 11.4. МЕНЕДЖМЕНТ ВАЛЮТНЫХ РИСКОВ

**В** работе с финансовыми операциями неизбежны валютные риски, причем на международном рынке они обычно значительно выше, чем на национальном. Связано это с тем, что на международном рынке финансов действует большее количество факторов, чем на рынке отдельной страны.

**Валютный риск** — это вероятность потерь или недополучения прибыли в результате неблагоприятного изменения валютного курса. Виды валютных рисков представлены на рисунке 11.1.



**Рис. 11.1.** Виды валютных рисков

Рассмотрим представленные на рисунке 11.1. виды валютных рисков.

*Валютно-курсовый риск* связан с динамикой международного курса валюты, с которой работает компания. Он делится на два вида: бухгалтерский и валютно-экономический.

*Бухгалтерский риск* — это отчетный (бумажный) риск. Он возникает в силу того, что изменения валютного курса могут негативно отразиться на нетто-стоимости компании при переводе финансовой отчетности по внешнеэкономическим операциям из иностранной валюты в отечественную. В свою очередь, бухгалтерский риск делится на трансляционный и транзакционный.

*Трансляционный риск* — это возможное условное снижение результатов сделок при трансляции их отчетности из одной валюты в другую.

*Валютно-экономический риск* — это возможные потери от расчетов по сделкам в иностранной валюте. Он делится, в свою очередь, на транзакционный (опять же) и конкурентный.

*Транзакционный риск* — это возможные убытки по контрактам с отсроченным платежом (транзакции) из-за изменения валютного курса.

*Конкурентный риск* — это возможные потери от общих доходов из-за падения конкурентоспособности товаров в связи с изменением валютного курса.

*Страновой риск* связан с возможной неблагоприятной динамикой ситуации в конкретной стране. Он делится на политический риск и риск валютного контроля.

*Политический риск* — это возможные потери из-за политической нестабильности в стране или смены экономических подходов.

*Риск валютного контроля* — это возможные потери из-за запретов или ограничений валютных переводов от национальных дочерних фирм в адрес головной компании.

Одной из важнейших задач международного финансового менеджмента является управление валютными рисками.

На практике используется два основных **метода управления валютными рисками**: отчетные и контрактные.

*Отчетные методы* управления валютными рисками — это разные способы ведения бухгалтерского учета и финансовой отчетности. Эти способы зависят от страны и от того, кому предназначается отчет: акционерам, инвесторам, налоговым органам и др.

Если МНК имеет дочерние компании в разных странах, то полученные результаты их деятельности могут быть несопоставимы. Поэтому в данном случае целесообразно использовать Международные стандарты учета (МСУ).

МСУ разрабатываются Комитетом по международным бухгалтерским стандартам, созданным в 1963 г. рядом международных экономических организаций с участием ООН.

МСУ — это комплекс документов, определяющих общий подход к составлению финансовой отчетности. МСУ предлагает несколько вариантов учета отдельных средств или операций предприятий.

*Контрактные методы* управления валютными рисками — это способы минимизации рисков при заключении валютных контрактов. Для этого выбирается цена контракта в той валюте, которая наименее подвержена колебаниям курса.

Кроме того, в текст контракта можно включать дополнительные пункты, предусматривающие защиту контрагентов от изменения валютного курса. Такие дополнительные пункты в контрактах носят названия *валютные оговорки*.

В таблице 10.2 дана классификация валютных оговорок.

Таблица 11.1

### КЛАССИФИКАЦИЯ ВАЛЮТНЫХ ОГОВОРОК

КРИТЕРИЙ	ВИД ОГОВОРОК
1. По направлению действия	Односторонние Двухсторонние
2. По способу действия	Прямые Косвенные
3. По количеству используемых валют	Одновалютные Мультивалютные (со стандартной или нестандартной корзиной валют)

Обычно включенные в контракт валютные оговорки предусматривают защиту интересов как экспортера, так и импортера. Следовательно, такие оговорки являются двухсторонними. Значительно реже, но встречаются и варианты односторонней оговорки. Это значит, что на защите своих интересов от неожиданного изменения курса настоял лишь один из участников контракта.

Прямая валютная оговорка возникает, когда валюта платежа и валюта цены в контракте совпадают. Тогда в контракт возможно введение новой валюты — валюты оговорки. Косвенная валютная оговорка применяется при несовпадении валют цены и платежа. Изменение суммы контракта может быть произведено при пересчете из валюты цены в валюту платежа.

Мультивалютной, в отличие от одновалютной, называют оговорку, которая предусматривает корректировку суммы платежа к нескольким валютам цены (валютной корзине).

Эффективным способом защиты от рисков являются *специальные валютные контракты*: форвардные, фьючерские, своп и опционы.



Менеджмент валютных операций выработал специальные **стратегии минимизации валютных рисков**. Рассмотрим пять основных из них.

*1. Стратегия опережений и запаздываний.*

Это предусмотрение в условиях сделки свободы выбора даты платежа в течение определенного времени. Такое право позволяет произвести оплату в дни, выгодные по части валютного курса.

*2. Стратегия разделения риска.*

В данном случае используется соглашение о разделении возможных потерь из-за изменения валютного курса между покупателем и продавцом. Пропорции разделения потерь устанавливаются по договоренности.

*3. Реинвейсинговый центр.*

Это создание специализированной фирмы в составе МНК, которая централизованно занимается всеми валютными рисками корпорации. Такая фирма (центр) владеет более качественной и подробной информацией и имеет широкий спектр мер по уменьшению риска.

*4. Хеджирование.*

Это комплекс мер по устранению или минимизации нестабильности будущих финансовых поступлений.

*5. Страхование валютных рисков.*

В данной стратегии используется страхование сделок, по которым предусмотрены платежи в валюте. Страхование производится от неожиданного изменения валютного курса. Страхование может быть внешним (в страховой фирме) и внутренним (в рамках МНК).

Таким образом, менеджмент валютных рисков заключается в их оценке, а затем в выборе и реализации мер по их устранению или минимизации.

*В ы в о д ы*

---

- 1. Международный финансовый менеджмент осуществляется с целью использования мирового рынка валют для развития международного бизнеса и национальных экономик.*
- 2. Основной проблемой международных валютных операций является правильная оценка динамики валютных курсов и профилактика непредвиденных потерь.*
- 3. Целью финансового менеджмента МНК является такое управление валютными ресурсами, которое позволяет получать от них наибольшую прибыль.*
- 4. Задачей менеджмента валютных рисков является недопущение или минимизация потерь от возможных колебаний валютных курсов.*

# ▶ ГЛАВА 12

## БАНКРОТСТВО И АНТИКРИЗИСНОЕ ФИНАНСОВОЕ УПРАВЛЕНИЕ

---

12.1. Понятие и виды кризиса предприятия.

12.2. Сущность и задачи антикризисного финансового управления предприятием.

12.3. Процедуры банкротства в РФ.

---

### 12.1. ПОНЯТИЕ И ВИДЫ КРИЗИСА ПРЕДПРИЯТИЯ

**Ф**инансовый кризис предприятия представляет собой одну из наиболее серьезных форм нарушения его финансового равновесия, отражающую циклически возникающие на протяжении его жизненного цикла под воздействием разнообразных факторов противоречия между фактическим состоянием его финансового потенциала и необходимым объемом финансовых потребностей, несущую наиболее опасные потенциальные угрозы его функционированию.

Финансовые кризисы предприятия классифицируются по следующим основным признакам:

1. По источникам генерирования финансовый кризис подразделяется на следующие группы:

- финансовый кризис, генерируемый внутренними факторами. Факторами могут являться неэффективный финансовый менеджмент, неправильно выбранная финансовая политика по отдельным аспектам финансовой деятельности, недооценка отдельных видов финансовых рисков, высокая средневзвешенная стоимость капитала и другие. Как правило, такой финансовый кризис может быть относительно быстро разрешен за счет внутренних механизмов антикризисного финансового управления;

- финансовый кризис, генерируемый внешними факторами. Примером таких факторов могут служить ужесточение налогового

регулирования хозяйственной деятельности предприятия, неблагоприятные изменения конъюнктуры финансового рынка;

- финансовый кризис, генерируемый как внутренними, так и внешними факторами. Такой кризис является наиболее сложным по возможностям разрешения и носит более длительный характер.

2. По масштабам охвата финансовый кризис разделяют обычно на две группы:

- структурный финансовый кризис, который вызван постепенным и длительным нарастанием диспропорций в отдельных параметрах финансового потенциала и характеризует несоответствие структурных пропорций этих параметров изменившимся условиям финансовой деятельности и требованиям финансовой безопасности предприятия (этот вид кризиса иногда характеризуется как локальный финансовый кризис);

- системный финансовый кризис, который охватывает все основные направления и формы финансовой деятельности и отражает противоречия всей финансовой системы предприятия.

3. По структурным формам структурный финансовый кризис предприятия может быть подразделен на следующие группы:

- ◆ финансовый кризис, вызванный неоптимальной структурой капитала предприятия. Вследствие высокой доли используемого заемного капитала предприятие теряет свою финансовую устойчивость, вынуждено привлекать финансовые ресурсы из внешних источников на менее выгодных условиях, что в конечном итоге ограничивает возможности формирования его чистого денежного потока;

- ◆ финансовый кризис, вызванный неоптимальной структурой активов предприятия. Такая неоптимальность определяется, прежде всего, высокой долей внеоборотных активов предприятия, вызывающей замедление оборота всего авансированного капитала. Кроме того, оптимальность структуры активов характеризуется и высокой долей низколиквидных активов в общем составе оборотных средств предприятия;

- ◆ финансовый кризис, вызванный несбалансированностью денежных потоков предприятия. Такую форму структурного кризиса порождает несбалансированность объемов положительного и отрицательного денежных потоков предприятия, а также несинхронность их формирования во времени. Следствием такой несбалансированности является снижение уровня платежеспособности предприятия;

- ◆ финансовый кризис, вызванный неоптимальной структурой инвестиций.

Такая неоптимальность вызывается наличием чрезмерно высокообъемных реальных инвестиционных проектов, превалированием инвестиционных проектов с высоким периодом окупаемости, а также реализуемых проектов с преимущественно заемными источниками финансирования;

◆ финансовый кризис, вызванный неоптимальностью структуры прочих параметров финансовой деятельности предприятия. К числу таких параметров может относиться состав портфеля дебиторской задолженности предприятия, состав его издержек в разрезе постоянных и переменных статей и другие.

4. По степени воздействия на финансовую деятельность различают:

- легкий финансовый кризис. Как правило, к нему относят одну из форм структурного финансового кризиса, который может быть быстро разрешен на основе использования отдельных внутренних механизмов антикризисного финансового управления;

- глубокий финансовый кризис. К нему относят, обычно, комплекс ряда форм структурного финансового кризиса, преодоление которого требует полного использования всех внутренних механизмов финансовой стабилизации, а в ряде случаев и отдельных форм внешней финансовой санации;

- катастрофический финансовый кризис. Это один из наиболее опасных видов системного кризиса, преодоление которого требует активного поиска преимущественно внешних эффективных форм санации.

5. По периоду протекания финансовый кризис предприятия дифференцируют следующим образом:

- краткосрочный финансовый кризис. Такой кризис может быть разрешен в течение нескольких месяцев (до одного квартала);

- среднесрочный финансовый кризис. Продолжительность такого кризиса составляет период до одного года;

- долгосрочный финансовый кризис. Такой кризис может длиться более одного года до полного его разрешения.

6. По возможностям разрешения выделяют:

- финансовый кризис, разрешаемый на основе использования только внутренних механизмов. Состав таких механизмов определяется самим предприятием в процессе осуществления антикризисного финансового управления;

- финансовый кризис, разрешаемый с помощью внешней санации. Такая санация дополняет систему внутренних механизмов разрешения кризиса;

- непреодолимый финансовый кризис. Это крайняя форма проявления финансового кризиса, идентифицируемая по результатам его диагностики, при которой любые формы санации предприятия являются неэффективными в силу необратимых изменений его финансовой структуры.

7. По последствиям выделяют следующие виды финансового кризиса предприятия:

- ◆ финансовый кризис, приведший к восстановлению финансовой деятельности в прежних параметрах. Такие последствия характеризуют обычно краткосрочный структурный финансовый кризис в легкой его форме, вызванный краткосрочными изменениями конъюнктуры финансового или товарного рынка;

- ◆ финансовый кризис, приведший к обновлению финансовой деятельности на новой качественной основе. Такие последствия характерны преимущественно для системного кризиса, разрешаемого обычно с помощью внешней финансовой санации предприятия;

- ◆ финансовый кризис, вызвавший банкротство (ликвидацию) предприятия. Этот вид характеризует последствия непреодолимого финансового кризиса предприятия. Классификация финансового кризиса предприятия по этому признаку используется обычно при оценке результатов антикризисного финансового управления.

## **12.2. СУЩНОСТЬ И ЗАДАЧИ АНТИКРИЗИСНОГО ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЕМ**

**П**редотвращение финансового кризиса предприятия, эффективное его преодоление и ликвидация негативных его последствий обеспечивается в процессе особой системы финансового менеджмента, которая получила название антикризисного финансового управления предприятием.

Антикризисное финансовое управление представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации комплекса специальных управленческих решений, направленных на предупреждение и преодоление финансовых кризисов предприятия, а также минимизацию их негативных финансовых последствий.

Главной целью антикризисного финансового управления является становление финансового равновесия предприятия и минимизация размеров снижения его рыночной стоимости, вызываемых финансовыми кризисами.

В процессе реализации своей главной цели антикризисное финансовое управление предприятием направлено на решение следующих основных задач:

1. Своевременное диагностирование предкризисного финансового состояния предприятия и принятие необходимых превентивных мер по предупреждению финансового кризиса. Эта задача реализуется путем осуществления постоянного мониторинга финансового состояния предприятия и факторов внешней финансовой среды, оказывающих наиболее существенное влияние на результаты финансовой деятельности. Диагностика предкризисного финансового состояния предприятия по результатам такого мониторинга во многих случаях позволяет избежать финансового кризиса за счет осуществления превентивных защитных мер или, по меньшей мере, существенно смягчить характер его последующего протекания. Принятие превентивных мер по предупреждению финансового кризиса предприятия является наиболее экономичным направлением антикризисного финансового управления, обеспечивающим наибольший эффект (в виде снижения предстоящих потерь) на единицу израсходованных в этих целях финансовых ресурсов.

2. Устранение неплатежеспособности предприятия. Эта задача является наиболее неотложной в системе задач антикризисного финансового управления предприятием при диагностировании любой формы его финансового кризиса. В ряде случаев реализация только этой задачи позволяет пресечь углубление финансового кризиса предприятия, восстановить его имидж среди хозяйственных партнеров и получить необходимый запас времени для реализации других антикризисных мероприятий. Вместе с тем необходимо помнить, что нарушение платежеспособности это лишь один из внешних симптомов проявления финансовых кризисов предприятия, поэтому устранение неплатежеспособности должно осуществляться путем устранения причин ее генерирующих.

3. Восстановление финансовой устойчивости предприятия. Это одна из основных задач, обеспечивающих реализацию главной цели антикризисного финансового управления предприятием, требующих небольших усилий и затрат финансовых ресурсов. Реализация этой задачи осуществляется путем поэтапной структурной перестройки всей финансовой деятельности предприятия. В процессе такой финансовой реструктуризации предприятия в первую очередь должна обеспечиваться оптимизация структуры капитала, оборотных активов и денежных потоков, а в отдельных случаях снижаться его инвестиционная активность.

4. Предотвращение банкротства и ликвидации предприятия. Такая задача стоит перед антикризисным финансовым управлением предприятием при диагностировании глубокого или ката-

строфического системного финансового его кризиса. Как правило, внутренние механизмы финансовой стабилизации и объем собственных ресурсов предприятия оказываются недостаточными для преодоления такого финансового кризиса. Поэтому для предотвращения банкротства и ликвидации предприятия в процессе антикризисного финансового управления должна обеспечиваться эффективная внешняя его санация (с разработкой соответствующего инвестиционного проекта санации).

5. Минимизация негативных последствий финансового кризиса предприятия. Эта задача реализуется путем закрепления позитивных результатов вывода предприятия из состояния финансового кризиса и стабилизации качественных структурных преобразований его финансовой деятельности с учетом ее долгосрочной перспективы. Эффективность мероприятий по преодолению негативных последствий финансового кризиса оценивается по критерию минимизации потерь рыночной стоимости предприятия в сопоставлении с докризисным ее уровнем.

### **12.3. ПРОЦЕДУРЫ БАНКРОТСТВА В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

**В** соответствии с Федеральным законом «О несостоятельности (банкротстве)» несостоятельность (банкротство) — это признанная арбитражным судом или объявленная должником неспособность должника в полном объеме удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей в бюджеты всех уровней и во внебюджетные фонды.

Основной признак банкротства — неспособность предприятия обеспечить выполнение требований кредиторов в течение трех месяцев со дня наступления сроков платежей. По истечении этого срока кредиторы получают право на обращение в арбитражный суд о признании предприятия-должника банкротом.

Банкротство предопределено самой сущностью рыночных отношений, которые сопряжены с неопределенностью достижения конечных результатов и риском потерь.

Несостоятельность субъекта хозяйствования может быть:

■ «несчастной» — возникает не по собственной вине, а вследствие непредвиденных обстоятельств (стихийные бедствия, военные действия, политическая нестабильность общества, кризис в стране, общий спад производства, банкротство должника и другие внешние факторы);

■ «ложной» (корыстной) в результате умышленного сокрытия собственного имущества с целью избежания уплаты долгов кредиторам;

■ «неосторожной» вследствие неэффективной работы, осуществления рискованных операций.

В первом случае государство должно оказывать помощь предприятиям по выходу из кризисной ситуации. Во втором случае злоумышленное банкротство уголовно наказуемо. Наиболее распространенным является третий тип банкротства.

«Неосторожное» банкротство наступает, как правило, постепенно. Для того чтобы вовремя предугадать и предотвратить его, необходимо систематически анализировать финансовое состояние, что позволит обнаружить его «болевые» точки и принять конкретные меры по финансовому оздоровлению экономики.

Процедура банкротства представляет собой совокупность формализованных актов, включающих выявление признаков банкротства, рассмотрение дел о банкротстве в арбитражном суде, выбор и проведение конкретных мероприятий в рамках дел о банкротстве, удовлетворение требований кредиторов, завершение дел о банкротстве. Законом РФ «О несостоятельности (банкротстве)» предусмотрены следующие процедуры банкротства:

1. Наблюдение за должником — это новая для российской практики процедура. Она вводится арбитражным судом в отношении должника с момента принятия заявления. Цель этой процедуры — обеспечить сохранность имущества должника. Именно поэтому с момента вынесения арбитражным судом определения о принятии заявления:

- имущественные требования к должнику могут быть предъявлены только с учетом сложившейся ситуации; ранее начатые дела, связанные с предъявленными требованиями к должнику, по ходатайству кредитора приостанавливаются;

- приостанавливается исполнение исполнительных документов по имущественным взысканиям, за исключением исполнительных документов судов о взыскании задолженности по заработной плате, выплате вознаграждений по авторским договорам, алиментов, а также о возмещении вреда, причиненного жизни и здоровью, и морального вреда;

- запрещается удовлетворение требований участника должника — юридического лица о выдаче доли (пая) в имуществе должника в связи с выходом из состава его участников.

При введении наблюдения арбитражный суд принимает решение о назначении временного управляющего. При этом руководи-



тель и администрация должника продолжают осуществлять свои полномочия с ограничениями.

Арбитражный суд вправе отстранить руководителя должника от должности и возложить исполнение обязанностей руководителя на временного управляющего в случаях, если: не принимаются необходимые меры по обеспечению сохранности имущества должника; чинятся препятствия временному управляющему при исполнении его обязанностей. Это может быть сделано по ходатайству лица, участвующего в деле о банкротстве, или временного управляющего.

Целями анализа финансового состояния должника являются определение достаточности принадлежащего должнику имущества для покрытия судебных расходов, выплаты вознаграждения арбитражным управляющим, а также возможности восстановления платежеспособности должника.

Одной из обязанностей временного управляющего является определение даты и проведение первого собрания кредиторов. Кредиторы в месячный срок с момента получения уведомления временного управляющего о принятии арбитражным судом заявления должны подать в арбитражный суд и должнику свои требования. Требования, признанные установленными, в сопровождении необходимых документов направляются временному управляющему.

Первое собрание кредиторов должно состояться в срок не позднее 10 дней до даты заседания арбитражного суда. В нем принимают участие без права голоса временный управляющий, руководитель должника и представитель работников должника. Первое собрание кредиторов может принять следующие решения:

- ◆ об обращении в арбитражный суд с ходатайством или о введении внешнего управления, или о признании должника банкротом и об открытии конкурсного производства; решение о введении внешнего управления должно содержать предлагаемый срок и кандидатуру внешнего управляющего;

- ◆ определить количественный состав комитета кредиторов.

Арбитражный суд на основании постановления первого собрания акционеров принимает соответствующее решение: или о признании должника банкротом, или о введении внешнего управления, или об утверждении мирового соглашения. С этого момента наблюдение прекращается. Временный управляющий исполняет свои обязанности до назначения внешнего управляющего или конкурсного управляющего.

2. Внешнее управление вводится арбитражным судом на основании решения собрания кредиторов на срок не более 12 месяцев, который может быть продлен не более чем на 6 месяцев.

Целью внешнего управления является восстановление платежеспособности должника с передачей полномочий по управлению внешнему управляющему. Поэтому с момента его введения:

- руководитель должника отстраняется от должности, а управление его делами возлагается на внешнего управляющего;

- прекращаются полномочия органов управления должника и собственника имущества должника — унитарного предприятия; органы управления должника в течение трех дней с момента назначения внешнего управляющего обязаны обеспечить передачу бухгалтерской и другой документации, печатей и штампов, материальных и иных ценностей внешнему управляющему;

- снимаются ранее принятые меры по обеспечению требований кредиторов;

- вводится мораторий на удовлетворение требований кредиторов по денежным обязательствам и обязательным платежам должника.

Мораторий на удовлетворение требований кредиторов распространяется на денежные обязательства и обязательные платежи, сроки исполнения которых наступили до введения внешнего управления.

Внешний управляющий обязан рассмотреть все требования кредиторов и уведомить их о результатах в течение месяца с момента предъявления. Он вправе самостоятельно распоряжаться имуществом должника, а в отношении крупных сделок и сделок, где имеется заинтересованность внешнего управляющего или конкурсного кредитора, — с согласия комитета или собрания кредиторов. С их согласия могут быть приняты решения об увеличении расходов должника на потребление, в том числе на оплату труда его работников.

Обязанностью внешнего управляющего является разработка в течение месяца после назначения плана внешнего управления и представление его на утверждение собранию кредиторов. Целью плана является разработка в определенный срок мер по восстановлению платежеспособности должника, связанных с ликвидацией признаков банкротства, то есть ликвидация неисполненных в срок более трех месяцев обязательств и обязанностей. Утвержденный собранием кредиторов план внешнего управления и протокол собрания кредиторов представляются в арбитражный суд внешним управляющим в течение пяти дней после проведения собрания.

В план внешнего управления могут быть включены следующие меры по восстановлению платежеспособности должника:

- реперофилитрование производства;
- закрытие нерентабельных производств;

- получение дебиторской задолженности;
- продажа части имущества должника;
- уступка прав требования должника;
- исполнение обязательств должника собственником его имущества или третьими лицами;
- продажа предприятия-должника;

Внешнее управление завершается отчетом внешнего управляющего на собрании кредиторов не позднее, чем за 15 дней до окончания срока. Утверждение собранием кредиторов, а в дальнейшем и арбитражным судом, отчета внешнего управляющего является основанием для прекращения производства по делу о банкротстве. В том случае, когда по ходатайству собрания кредиторов арбитражный суд устанавливает срок окончания расчетов с кредиторами (до 6 месяцев), производство по делу о банкротстве прекращается после окончания расчетов с кредиторами. Если в установленный срок расчеты не произведены, арбитражный суд объявляет должника банкротом.

Расчеты с кредиторами производятся внешним управляющим в соответствии с реестром требований кредиторов, начиная со дня утверждения отчета внешнего управляющего арбитражным судом.

3. Конкурсное производство открывается после принятия арбитражным судом решения о признании должника банкротом. Цель его:

- соразмерное удовлетворение требований кредиторов. Открывается оно на срок до одного года с возможностью продления еще на 6 месяцев, а иногда и более. Последствия открытия конкурсного производства могут быть следующие:

- срок исполнения всех денежных обязательств должника, а также отсроченных обязательных платежей должника считается наступившим;

- прекращается начисление неустоек (штрафов, пени), процентов и иных финансовых санкций по всем видам задолженности должника;

- отменяется конфиденциальный характер и коммерческая тайна в отношении сведений о финансовом состоянии должника;

- снимаются ранее наложенные аресты имущества должника и иные ограничения по распоряжению им;

- все требования к должнику могут быть предъявлены только в рамках конкурсного производства.

В данной ситуации арбитражный суд может назначить одного или нескольких конкурсных управляющих и распределяет между

ними обязанности. К ним переходят все полномочия по управлению делами должника, в том числе по распоряжению его имуществом.

Все имущество должника, имеющееся на момент открытия конкурсного производства и выявленное в его ходе, составляет конкурсную массу. Социально-культурные объекты, жизненно необходимые для региона, подлежат передаче соответствующим муниципальным органам местного самоуправления.

У должника должен быть оставлен только один счет в банке, а остальные подлежат закрытию. После инвентаризации и оценки имущества должника конкурсный управляющий приступает к продаже его, как правило, на открытых торгах на условиях, одобренных собранием или комитетом кредиторов. Не проданное на первых торгах имущество продается на повторных или без торгов. Имущество, которое не удалось продать и оставшееся после погашения требований кредиторов, принимается на баланс муниципальных органов.

Конкурсный управляющий не реже одного раза в месяц представляет комитету или собранию кредиторов отчет о своей деятельности, информацию о финансовом состоянии должника, его имуществе. После завершения расчетов с кредиторами конкурсный управляющий обязан представить в арбитражный суд отчет о результатах проведения конкурсного производства, к которому прилагаются:

- ◆ документы, подтверждающие продажу имущества должника;
- ◆ реестр требований кредиторов с указанием размера погашенных требований кредиторов;
- ◆ документы, подтверждающие погашение требований кредиторов.

Арбитражный суд после рассмотрения отчета конкурсного управляющего выносит определение о завершении конкурсного производства, что является основанием для внесения в единый государственный реестр юридических лиц записи о ликвидации должника. С этого момента полномочия конкурсного управляющего прекращаются, конкурсное производство считается завершенным, а должник — ликвидированным.

4. Мировое соглашение должник и кредиторы могут заключить на любой стадии рассмотрения дела арбитражным судом. Решение об этом принимается собранием кредиторов большинством голосов от числа конкурсных кредиторов и при условии, если за него проголосовали все кредиторы по обязательствам, обеспеченным залогом имущества должника. Решение со стороны должника при-

нимается или руководителем должника, или внешним либо конкурсным управляющим.

В мировом соглашении могут участвовать третьи лица, принимающие на себя права и обязанности, предусмотренные этим соглашением. Обязательным условием мирового соглашения является то, что оно может быть заключено после погашения задолженности по требованиям кредиторов первой и второй очереди. Мировое соглашение может содержать условия об:

- отсрочке или рассрочке исполнения обязательств должника;
- уступке прав требования должника;
- исполнении прав требования должника;
- исполнении обязательств должника третьими лицами;
- скидке с долга;
- обмену требований на акции;
- удовлетворении требований кредиторов иными способами.

Мировое соглашение вместе с заявлением должника, внешнего или конкурсного управляющего об утверждении его и некоторыми другими документами представляется в арбитражный суд. Утверждение мирового соглашения арбитражным судом означает:

- на стадии наблюдения или внешнего управления — прекращение производства по делу о банкротстве и снятие моратория на удовлетворение требований кредиторов;
- на стадии конкурсного производства — решение суда о признании должника банкротом и об открытии конкурсного производства не подлежит исполнению;
- прекращение полномочий временного, внешнего, конкурсного управляющих;
- руководитель должника, внешний или конкурсный управляющий приступают к погашению задолженности перед кредиторами.



## ► ТЕСТЫ ПО ДИСЦИПЛИНЕ «ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ»

---

### **1. Одним из ключевых показателей платежеспособности предприятия является...**

- а) отношение прибыли от реализации к выручке от реализации;
- б) отношение текущих активов к краткосрочным пассивам;
- в) отношение дебиторской задолженности к кредиторской задолженности.

### **2. Коэффициент текущей ликвидности рассчитывается для...**

- а) определения платежеспособности предприятия;
- б) определения ликвидности оборотных средств;
- в) определения эффективности использования активов.

### **3. Капитал предприятия — это...**

- а) долгосрочные финансовые ресурсы, направляемые на развитие производства;
- б) финансовые ресурсы предприятия, используемые на текущие цели ;
- в) финансовые ресурсы, направляемые на потребление;
- г) финансовые ресурсы, оставляемые в резерве.

### **4. Средства, полученные от эмиссии акций, относятся...**

- а) к долгосрочным заемным средствам компании;
- б) к собственным средствам компании;
- в) к доходам компании.

### **5. Средства, полученные от эмиссии облигаций, относятся...**

- а) к долгосрочным заемным средствам компании;
- б) к собственным средствам компании;
- в) к доходам компании.

### **6. Что представляет собой стоимость капитала предприятия?**

- а) норму прибыли на собственный капитал предприятия;

- б) итог пассива баланса;
- в) рыночную стоимость всех выпущенных акций компании;
- г) цену, которую предприятие платит за его привлечение из различных источников.

#### **7. С ростом потребности в капитале...**

- а) растет его средневзвешенная стоимость (WACC);
- б) уменьшается его средневзвешенная стоимость (WACC);
- в) его стоимость остается неизменной (WACC);
- г) стоимость собственного капитала уменьшается, а заемного растет.

#### **8. Величина WACC...**

- а) не должна быть меньше рентабельности активов компании;
- б) характеризует требуемую доходность инвесторов по обыкновенным акциям компании;
- в) характеризует стоимость заемного капитала компании;
- г) рассматривается как минимально приемлемая доходность капиталовложений компании.

#### **9. Привлечение долгосрочных заемных средств ведет к...**

- а) улучшению основных показателей платежеспособности;
- б) ухудшению этих показателей;
- в) не влияет на эти показатели.

#### **10. Лизинг используется предприятием для...**

- а) пополнения оборотных средств предприятия;
- б) приобретения основных средств для расширения производства;
- в) получения права на использование оборудования;
- г) обеспечения текущей деятельности предприятия.

#### **11. Долгосрочный кредит используется предприятием для...**

- а) пополнения оборотных средств предприятия;
- б) приобретения основных средств для расширения производства;
- в) получения права на использование оборудования;
- г) обеспечения текущей деятельности предприятия.

#### **12. Финансовый левиредж имеет практическое значение для...**

- а) анализа балансовой прибыли;
- б) планирования выручки от реализации продукции;

- в) определения максимально возможной суммы обязательных платежей за счет чистой прибыли.

**13. Одной из основных составляющих оборотных средств являются...**

- а) производственные запасы предприятия;
- б) текущие активы;
- в) основные фонды;
- г) кредиторская задолженность.

**14. Дебиторская задолженность включает...**

- а) задолженность покупателей и заказчиков;
- б) векселя к получению;
- в) выданные авансы;
- г) задолженность перед кредиторами.

**15. Формой рефинансирования дебиторской задолженности является...**

- а) погашение краткосрочного банковского кредита;
- б) эмиссия облигационного займа;
- в) учет векселей, выданных покупателями;
- г) создание резерва по сомнительным долгам.

**16. К финансовым активам относятся...**

- а) кредиты, займы, дебиторская задолженность, ценные бумаги, производные финансовые инструменты (деривативы);
- б) ценные бумаги и производные фин. инструменты (деривативы);
- в) кредиты, лизинг, факторинг, ценные бумаги;
- г) кредиты, займы, кредиторская задолженность, ценные бумаги.

**17. Балансовые остатки денежных средств увеличиваются в результате...**

- а) прироста дебиторской задолженности;
- б) снижения кредиторской задолженности;
- в) увеличения капитала и резервов.

**18. Эффективность использования оборотных средств предприятия характеризуется...**

- а) выручкой от реализации продукции;
- б) чистой прибылью, полученной от реализации продукции;
- в) оборачиваемостью оборотных средств;
- г) средним остатком оборотных средств.



**19. Краткосрочный кредит используется предприятием для...**

- а) пополнения оборотных средств предприятия;
- б) приобретения основных средств для расширения производства;
- в) получения права на использование оборудования;
- г) обеспечения текущей деятельности предприятия.

**20. Как называется вид финансово-коммерческих услуг, оказываемых банком, суть которых состоит в приобретении банками платежных документов предприятия?**

- а) клиринг;
- б) факторинг;
- в) лизинг;
- г) форфейтинг.

**21. Средства со счетов предприятий списываются...**

- а) по усмотрению банка;
- б) по распоряжению налоговой инспекции;
- в) по распоряжению владельца счета на основании предоставляемых расчетных документов;
- г) средства могут списываться как банком, так и по распоряжению владельца счета в зависимости от вида платежного документа.

**22. Для хранения в течение определенного времени части средств предприятие может открыть в банке...**

- а) текущий счет;
- б) расчетный счет;
- в) депозитный счет;
- г) ссудный счет.

**23. Документ, представляющий собой поручение предприятия обслуживающему банку перечислить определенную сумму со своего счета, называется...**

- а) платежное поручение;
- б) платежное требование;
- в) аккредитив;
- г) инкассовое поручение.

**24. Выберите правильное утверждение. Для принятия решения об участии в инвестиционном проекте необходимо, чтобы...**

- а) поток денег от реализации инвестиционного проекта был величиной неотрицательной на каждом шаге горизонта расчета;

- б) поток денег от реализации инвестиционного проекта был величиной неотрицательной в рамках временного горизонта расчета;
- в) дисконтированный суммарный поток денежных средств за время жизни инвестиционного проекта был больше;
- г) дисконтированный суммарный поток денежных средств за время жизни инвестиционного проекта превышал произведенные затраты.

**25. Степень риска при принятии проектного решения зависит от...**

- а) ставки дисконтирования;
- б) соотношения проектируемых затрат и доходов;
- в) распределения затрат и доходов по периодам;
- г) всего перечисленного.



## ► ЗАДАЧИ ПО ДИСЦИПЛИНЕ «ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ»

---

1. На вклад в банке в размере 5 млн руб. сроком на 5 лет банк начисляет 10% годовых. Какая сумма будет на счете, если начисление процентов производится по схеме сложных процентов каждые полгода?

2. Банк начисляет 8% годовых по вкладу в размере 50 тыс. рублей сроком на 6 месяцев с ежемесячной выплатой процентов. Определите общую сумму процентов, начисленных на вклад, и сумму ежемесячных процентов.

3. Предприятие купило срочный банковский вексель номиналом 5000 тыс. руб. сроком на 30 дней по учетной ставке 8% годовых. Определите цену покупки и сумму дисконта.

4. Предприятие купило срочный банковский вексель номиналом 1000 тыс. руб. сроком обращения 60 дней по цене 960 тыс. руб. Определите учетную ставку в процентах годовых.

5. Найдите наращенное значение финансовой ренты постнумерандо, состоящей из трех годовых выплат по 2000 тыс. руб. каждая, при начислении процентов по ставке 10% годовых.

6. Найдите текущее значение финансовой ренты постнумерандо, состоящей из трех годовых выплат по 200 тыс. руб. каждая, при начислении процентов по ставке 10% годовых.

7. Определите внутреннюю (справедливую) стоимость облигации с нулевым купоном номиналом 1000 руб. сроком погашения через 3 года, если приемлемая норма доходности составляет 10%.

8. Через 20 дней после покупки инвестор продает бескупонную облигацию по цене 925 руб., цена покупки составила 900 руб. Определите доходность операции в процентах годовых.

9. Срочный вексель номиналом 10000 размещен на срок 180 дней по цене 7780 руб. Определите:

- 1) дисконт в процентах годовых при покупке векселя инвестором;
- 2) доходность операции в процентах годовых.

10. Определите целесообразность внедрения инвестиционного проекта на основе расчета чистого приведенного эффекта, если инвестиции составили 35 100 млн руб., ежегодные доходы — 30 млн руб., временной горизонт — 5 лет, ставка дисконтирования — 10%.

11. Рассчитайте коэффициенты финансовой устойчивости и дайте оценку динамики финансовой устойчивости предприятия, если собственные средства в сумме 31 млн руб. за рассматриваемый период увеличились на 13%, а общая сумма источников финансирования в размере 65 млн руб. возросла на 5 млн руб.



## ► ЛИТЕРАТУРА

---

1. Воронина М. В. Финансовый менеджмент: Учебник для студентов вузов. М.: Дашков и К<sup>о</sup>, 2016.
2. Котелкин С. В. Международный финансовый менеджмент: Учеб. пособие. М.: Магистр: ИНФРА-М, 2016.
3. Пласкова Н. С. Анализ финансовой отчетности, составленной по МСФО: Учебник для студентов вузов. М.: Инфра-М, 2015.
4. Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика. М.: Проспект, 2015.
5. Данилин В. И. Финансовый менеджмент: категории, задачи, тесты, ситуации: Учеб. пособие. М.: Проспект, 2014.
6. Шимко П. Д. Международный финансовый менеджмент: Учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры. М.: Юрайт, 2014.
7. Финансовый менеджмент: проблемы и решения. В 2 т. / Под ред. А. З. Бобылевой: Учебник для бакалавриата и магистратуры. М.: Юрайт, 2014.
8. Чараева М. В. Финансовое управление реальными инвестициями организаций: Учеб. пособие. М.: Альфа-М: ИНФРА-М, 2014.
9. Хегай Ю. А. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия: Учеб. пособие. Красноярск, 2013.
10. Финансы и кредит: Учебник / Под ред. Н. Г. Кузнецова, К. В. Кочмола, Е. Н. Алифановой. М.: КноРус, 2013.
11. Финансовый менеджмент: Учебник / Под ред. Е. И. Шохина. 4-е изд. М.: КноРус, 2012.
12. Балдин К. В. Антикризисное управление: макро- и микроуровень: Учеб. пособие / 6-е изд. М.: Дашков и К<sup>о</sup>, 2012.
13. Басовский Л. Е. Финансовый менеджмент: Учебник. М.: ИНФРА-М, 2012.
14. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учеб. пособие. М.: НТО им. С. И. Вавилова, 2012.

15. Федорова Е. А., Шелопаев Ф. М., Ермоленко А. И. Финансовая среда предпринимательства и предпринимательские риски: Учеб. пособие. М.: КноРус, 2012.

16. Барашьян В. Ю., Карпова Е. Н., Черенков А. Я. Корпоративные финансы: Учеб. пособие. Ростов н/Д: РИНХ, 2011.

17. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента / В 2 т. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Омега-Л, 2011.

18. Финансовый менеджмент: Учебник / Д. А. Ендовицкий, Н. Ф. Щербакова, А. Н. Исаенко [и др.]; под общей ред. Д. А. Ендовицкого. М.: РидГрупп, 2011.

19. Финансовый менеджмент: теория и практика / Под ред. Е. С. Стояновой. 6-е изд., перераб. и доп. М.: Перспектива, 2010.

20. Варламова М. А., Варламова Т. П. Валютные операции: Учеб. пособие. М.: Дашков и К°, 2010.

21. Васин С. М., Шутов В. С. Управление рисками на предприятии: Учеб. пособие. М.: КноРус, 2010.

22. Бочаров В. В. Финансовый инжиниринг: Учебник. СПб.: Питер, 2009.

23. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / Под ред. Лакхбира Хейра. М.: Альпина Бизнес Букс, 2009.

24. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия. СПб.: Питер, 1999.

25. Федеральный закон от 06.12.2011 № 402-ФЗ «О бухгалтерском учете» (ред. от 04.11.2014) // СПС «Консультант Плюс».

26. Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (ред. от 05.05.2014) // СПС «Консультант Плюс».

27. Федеральный закон «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» от 09.07.1999 № 160-ФЗ (ред. от 03.02.2014) // СПС «Консультант Плюс».

28. Федеральный закон от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» (ред. от 04.11.2014) // СПС «Консультант Плюс».

29. Федеральный закон от 10.12.2003 № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» (ред. от 04.11.2014) // СПС «Консультант Плюс».

30. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ред. от 21.07.2014) // СПС «Консультант Плюс».

31. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (ред. от 21.07.2014) // СПС «Консультант Плюс».

32. Федеральный закон от 30.12.2004 № 218-ФЗ «О кредитных историях» (ред. от 28.06.2014) // СПС «Консультант Плюс».

33. Федеральный закон от 25.02.1999 № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (ред. от 28.12.2013) // СПС «Консультант Плюс».

34. Федеральный закон РФ « О несостоятельности (банкротстве)» № 127-ФЗ от 26 октября 2002 г. // СПС «Консультант плюс».

35. Федеральный закон РФ «О несостоятельности (банкротстве) физических лиц» № 154 — ФЗ от 29 июня 2015 г. // СПС «Консультант плюс».



*Учебное издание*

КОНДРАТЬЕВ Владимир Николаевич,  
КОНДРАТЬЕВ Вячеслав Владимирович

## **ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ**

Редактор — Д. В. Нефедов  
Верстка и дизайн — ООО «Профпресс»  
Корректор — П. В. Багров

---

ООО «Профпресс», 344019, г. Ростов-на-Дону, ул. 13-я линия, 34, оф. 407,  
тел. (863) 241-37-43, факс (863) 220-38-27, e-mail: profpress@aanet.ru.

---

Отпечатано в РИК ООО «Профпресс». Сдано в набор 27.03.2017.  
Подписано в печать 15.06.2017. Формат 64x80/16. Бумага офсетная.  
Печать цифровая. Гарнитура MurgidPro. Усл. печ. л. 9,5. Тираж 50 экз.

---

ISBN 978-5-905468-85-8



9 785905 468858