

ПЕРМСКИЙ
ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
НАЦИОНАЛЬНЫЙ
ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ

О. В. Трошина

ФИНАНСЫ ОРГАНИЗАЦИЙ (ПРЕДПРИЯТИЙ)



МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение высшего образования
«ПЕРМСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

О. В. Трошина

ФИНАНСЫ ОРГАНИЗАЦИЙ (ПРЕДПРИЯТИЙ)

*Допущено методическим советом
Пермского государственного национального
исследовательского университета в качестве
учебного пособия для студентов, обучающихся
по направлениям подготовки бакалавров «Экономика»
и магистров «Финансы и кредит»*



Пермь 2021

УДК 658(075.8)
ББК 65.261я7
Т766

Трошина О. В.

Т766 Финансы организаций (предприятий) [Электронный ресурс] : учебное пособие / О. В. Трошина ; Пермский государственный национальный исследовательский университет. – Электронные данные. – Пермь, 2021. – 2,52 Мб ; 198 с. – Режим доступа: <http://www.psu.ru/files/docs/science/books/uchebnie-posobiya/troshina-finansy-organizacij.pdf>. – Заглавие с экрана.

ISBN 978-5-7944-3741-6

В учебном пособии содержится материал по финансам организаций и финансовому управлению на предприятиях. Помимо основных понятий, лежащих в основе финансов организаций и финансового управления предприятиями, рассматриваются фундаментальные концепции теории финансов организаций, дается анализ теорий и методов управления активами предприятий, источниками их финансирования, излагаются основы и методы финансового анализа на предприятии. Освещены современные проблемы финансового управления – антикризисное управление и управление стоимостью компании. Кроме того, представлены особенности финансов предприятий различных отраслей народного хозяйства, а также бюджетных учреждений.

Предназначено для студентов, обучающихся по направлениям подготовки бакалавров «Экономика» (профиль «Финансы и кредит»).

УДК 658(075.8)
ББК 65.261я7

*Издается по решению ученого совета экономического факультета
Пермского государственного национального исследовательского университета*

Рецензенты: кафедра экономического анализа и статистики Пермского института (филиала) Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова (зав. кафедрой, канд. экон. наук, доцент **О. И. Агеева**);

доцент кафедры «Экономика и финансы» Пермского национального исследовательского политехнического университета, канд. экон. наук
В. Н. Агеева

ISBN 978-5-7944-3741-6

© ПГНИУ, 2021
© Трошина О. В., 2021

ОГЛАВЛЕНИЕ

I. ОСНОВЫ ОРГАНИЗАЦИИ ФИНАНСОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

ГЛАВА 1. Управление финансовым обеспечением предприятия.....	4
1. Понятие финансового обеспечения и принципы его организации.....	4
2. Собственные источники финансирования деятельности предприятия...	10
3. Заемные средства и их роль в финансировании деятельности предприятия	25
4. Роль привлеченных средств в деятельности бизнеса	33
5. Стоимость капитала предприятия.....	55
6. Структура капитала предприятия и политика ее оптимизации	60
ГЛАВА 2. Краткосрочные финансовые решения	70
7. Управление денежными потоками корпораций	70
8. Управление запасами	79
9. Управление дебиторской задолженностью.....	91
ГЛАВА 3. Долгосрочные финансовые решения	103
10. Дивидендная политика предприятия	103
11. Инвестиционная политика предприятия	116
ГЛАВА 4. Антикризисное финансовое управление	125
12. Диагностика вероятности банкротства.....	125
13. Реструктуризация предприятия.....	128
14. Процедура банкротства	135
ГЛАВА 5. Управление стоимостью компании.....	144
15. Корпоративные финансы в стоимостной парадигме	144
16. Основные критерии эффективности при управлении стоимостью бизнеса.....	147

II. ОТРАСЛЕВЫЕ ОСОБЕННОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ ФИНАНСОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

ГЛАВА 6. Финансы предприятий сельского хозяйства.....	153
ГЛАВА 7. Финансы предприятий транспорта	168
ГЛАВА 8. Финансы предприятий строительства	172
ГЛАВА 9. Финансы предприятий туристической отрасли.....	174
ГЛАВА 10. Финансы бюджетных учреждений.....	182
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК	196

ГЛАВА 1. УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫМ ОБЕСПЕЧЕНИЕМ ПРЕДПРИЯТИЯ

Тема 1. Понятие финансового обеспечения и принципы его организации

В последнее время значительно возросло внимание к вопросам эффективного управления финансовым обеспечением предпринимательской деятельности. В связи с этим дадим определение финансового обеспечения предпринимательской деятельности.

Финансовое обеспечение предпринимательства – это управление капиталом, деятельностью по его привлечению, размещению и использованию.

Финансовый менеджмент реализуется в рамках отдельно взятой или частично обособленной предпринимательской структуры.

Предпринимательская структура является самоокупающейся или самофинансируемой системой, которая должна обеспечивать рентабельную работу. В связи с этим особое значение приобретают способы финансирования предпринимательской структуры.

Способы финансирования определяются в процессе стратегического финансового менеджмента. При этом различают два понятия – вертикальная и горизонтальная интеграция.

Вертикальная интеграция возникает, когда предпринимательская структура входит в более крупное образование. В этом случае часть управленческих функций передается вышестоящему звену, где происходит процесс перераспределения денежных средств подведомственных предприятий для образования централизованных фондов, используемых для финансирования общих программ из единого центра.

Особенностью вертикальной интеграции является то, что она может объединять различные предпринимательские структуры. В этом случае основными задачами текущего финансового менеджмента являются:

- обеспечение условий для адаптации этих структур в системе деятельности вышестоящего звена;
- сопоставление структур издержек производства и обращения;
- определение уровня себестоимости в предпринимательских структурах;
- определение уровня самоокупаемости.

При горизонтальной интеграции осуществляется самостоятельность в решении всех вопросов, производственных и финансовых. В этом случае

повышается роль и значение финансового менеджера и принятых им управленческих решений, а также требования к текущему финансовому менеджменту. В условиях горизонтальной интеграции текущий финансовый менеджмент призван обеспечить:

1. Оперативное реагирование на происходящие события как внутри фирмы, так и за ее пределами.

2. Постоянное обновление информации в процессе формирования фондов денежных средств.

Для разработки стратегии развития предприятия пользуются стратегическим финансовым менеджментом. Важнейшими его элементами являются гибкость и оперативность.

Использование этих методов в практике позволяет быстро реагировать на происходящие перемены, вносить коррективы в стратегию предприятия, избавляться от неэффективных методов финансирования. Стратегический финансовый менеджмент должен, в конечном счете, обеспечить рост предприятий.

Внутренний рост достигается за счет расширения действующего производства путем развития собственной материально-технической базы в результате поэтапного финансирования.

Внешний рост происходит путем присоединения новых предприятий, методом единовременного финансирования заранее выбранных объектов покупки. Единовременное финансирование имеет смысл только при условии, когда приобретаемый объект недорогой, готов к эксплуатации и может приносить прибыль. Приобретение новых предприятий может осуществляться в целях укрепления собственного дела или выгодного инвестирования свободных денежных средств.

Разрабатывая стратегию развития или роста предприятия, финансовый менеджер должен четко разграничивать области текущего и стратегического финансового менеджмента.

Текущий финансовый менеджмент занимается вопросами:

- стимулирования коммерческой инициативы;
- роста производительности труда;
- оптимизации издержек обращения;
- определения величины внутренних источников финансирования, обеспечивающих самокупаемость;
- эффективности использования имеющихся в распоряжении денежных средств за определенный отрезок времени.

Стратегический финансовый менеджмент рассматривает вопросы:

- затрат с позиций окупаемости;
- капитальных вложений с учетом величины будущей прибыли;
- поиска путей наиболее эффективного накопления капитала;
- перераспределения финансовых ресурсов в наиболее прибыльные сферы деятельности;
- роста предприятия.

При разработке основных положений развития предприятия нужно четко сформулировать побудительные мотивы к росту или расширению, проанализировать конкретные ситуации и выводы, полученные в ходе текущего и стратегического финансового менеджмента.

Основным побудительным мотивом, как правило, является стремление завоевать большую сферу влияния, что достигается путем покупки различных ценных бумаг. Основная цель при этом – участие в управлении как можно большего числа коммерческих организаций и предприятий. Инвестировать капитал можно и в конкурирующие фирмы, и в предприятия-поставщики, и в приватизируемые объекты незавершенного производства, и в различные формы бизнеса. Однако в каждом конкретном случае финансовый менеджер должен сопоставить объем инвестиций с выгодой, которую получит предприятие от вложения капитала, с учетом альтернативных вариантов и факторов риска. Обычно финансовый менеджмент ориентируется на диверсификацию финансовых вложений, которая относится к области стратегического финансового менеджмента.

При разработке стратегии развития предприятия могут сложиться различные ситуации, которые в состоянии привести не к росту, а к сокращению или, возможно, свертыванию производства, например в ситуации с постепенным переключением капитала. Постепенное переключение капитала подразумевает модернизацию и переоснащение производства для выпуска новой продукции. При этом в оборот вовлекаются дополнительные финансовые ресурсы, которые накапливались предприятием для целей расширенного воспроизводства.

Свертывание производства, а в отдельных случаях и прекращение деятельности предприятия происходит, когда доходы на вложенный капитал не покрывают произведенных затрат. Его наиболее предпочтительно осуществлять поэтапно, с постепенным переводом капитала в новые сферы бизнеса. Однако резкое прекращение деятельности в одной сфере и подключение к новой сфере имеет и ряд преимуществ: до минимума сводится период снижения рентабельности, финансовые ресурсы сразу включаются в сферу деятельности с более высоким доходом.

Финансовое обеспечение предпринимательства основано на реализации принципов самокупаемости и самофинансирования. Самокупаемость как метод финансирования означает возмещение текущих затрат за счет полученных доходов. Самокупаемость в условиях рыночной экономики должна обеспечиваться в первую очередь за счет собственных ресурсов (выручки от реализации) или за счет заемных средств, если собственных не хватает. В отдельных случаях возможна поддержка государства, однако в современных условиях роль бюджетных средств как источника финансирования предпринимательской деятельности резко сокращается в связи с дефицитом государственного бюджета.

Для контроля за соблюдением принципа самокупаемости составляются сметы издержек производства и обращения, рассчитываются нормы расходования сырья и основных материалов, устанавливаются конкретные задания по росту повышения производительности труда и снижению себестоимости продукции. Для реализации принципа самокупаемости большое значение имеет управление затратами. Процесс управления затратами предполагает стремление не просто к уменьшению затрат, а к определению оптимальной величины себестоимости.

Определение оптимальной величины затрат подразумевает:

- планирование затрат;
- планирование капитальных вложений;
- фиксацию уровня затрат;
- улучшение стоимостных показателей.

Важным моментом для реализации самокупаемости является включение в состав окупаемых затрат денежных накоплений. Содержание самофинансирования в условиях формирования рыночной экономики всецело определяется внутренними финансовыми возможностями предприятия. Таким образом, самофинансирование – это финансовая стратегия управления фондами денежных средств предприятий в целях накопления капитала, достаточного для финансирования расширенного воспроизводства. Также самофинансирование – это финансирование деятельности предприятия за счет прибыли. Предприятие имеет возможность выбора, как использовать прибыль:

- полностью отправить на инвестирование собственных проектов;
- потратить на дивиденды или вложить в другие предприятия.

Чаще всего это распределение совмещают. Понятие самофинансирования используется при разработке стратегии развития фирмы. Зарубежный опыт показывает, что основной стратегической линией для большинства крупных компаний является достижение самофинансирования, причем

свободных финансовых ресурсов, как правило, предприятие не имеет, так как вложение их в дело дает все большую прибыль. Источником финансирования любого предприятия является его капитал.

Капитал – это богатство, используемое для его собственного увеличения (самовозрастания), или это стоимость, приносящая прибавочную стоимость. Инвестирование капитала в производственно-торговый процесс формирует прибыль предпринимателя.

Капитал классифицируют по следующим признакам.

1. По принадлежности предприятию выделяют *собственный и заемный капитал*.

Собственный капитал принадлежит предприятию на праве собственности и используется для формирования значительной части активов.

Заемный капитал отражает привлекаемые для финансирования предприятия денежные средства на возвратной и платной основе. Все формы заемного капитала представляют собой обязательства предприятия, подлежащие погашению в установленные сроки. Краткосрочный заемный капитал (включая кредиторскую задолженность) направляют для покрытия оборотных активов.

2. По целям использования выделяют *производственный, ссудный и спекулятивный капитал*. Спекулятивный капитал появляется на вторичном фондовом рынке вследствие существенного завышения стоимости обращающихся акций. Основная цель спекулятивных операций – извлечение максимального дохода (прибыли).

3. По формам инвестирования различают *капитал в денежной, материальной и нематериальной формах*, используемый для формирования уставного (складочного) капитала хозяйственных товариществ и обществ. Однако для целей бухгалтерского учета он получает конкретную стоимостную оценку.

4. По объектам инвестирования различают *основной и оборотный капитал*. *Основной капитал* вложен во все виды внеоборотных активов (материальных и нематериальных), а *оборотный капитал* инвестирован в оборотные активы с различной степенью ликвидности (запасы, дебиторскую задолженность, финансовые вложения и денежные средства).

5. По формам собственности выделяют *государственный, частный и смешанный капитал*.

6. По организационно-правовым формам деятельности различают *акционерный, паевой (складочный) и индивидуальный капитал*, принадлежащий семейным хозяйствам.

7. По характеру участия в производственном процессе капитал подразделяют на *функционирующий и бездействующий* (основные средства, находящиеся в ремонте, резерве, на консервации, в незавершенном строительстве).

8. По характеру использования собственниками (владельцами) выделяют *потребляемый и накапливаемый (реинвестируемый) капитал*. К потребляемому капиталу относят суммы, направляемые на выплату дивидендов и другие выплаты социального характера. К реинвестируемому капиталу относят нераспределенную прибыль отчетного года и прошлых лет.

9. По источникам привлечения в экономику страны – *отечественный и иностранный капитал*.

Характеризуя возможность увеличения накоплений за счет притока иностранных инвестиций, следует отметить, что этот путь для России в условиях нестабильной экономики крайне затруднен. Причиной тому – высокая инфляция издержек, продолжающийся платежный кризис, отсутствие долгосрочных перспектив развития экономики (четкой промышленной и инвестиционной политики) и др.

Кроме того, ориентация на значительный приток иностранных инвестиций порождает следующие проблемы:

– иностранный капитал не стремится в реальный сектор экономики и вложения имеют, как правило, краткосрочный характер;

– возрастающая зависимость от иностранного капитала предполагает постоянный и значительный отток валютных средств (в форме вывозимой прибыли);

– иностранные инвесторы определяют направления вложения капитала, руководствуясь собственными интересами и выгодой, – во многих случаях это неэквивалентный вывоз из России невозобновляемых природных ресурсов.

Состав источников финансирования долгосрочных инвестиций в основной капитал многообразен (табл. 1).

Источники финансирования инвестиций в основной капитал

Внутренние источники	Внешние источники	Привлеченные средства
1. Чистая прибыль 2. Амортизационные отчисления 3. Прочие собственные средства: – мобилизация внутренних ресурсов в строительстве, осуществляемом хозяйственным способом – выручка от попутной добычи строительных материалов – поступления от разработки временных зданий и сооружений – другие поступления средств	1. Долгосрочные кредиты банков 2. Доходы от эмиссии корпоративных облигаций 3. Бюджетный кредит 4. Инвестиционный налоговый кредит 5. Финансовая аренда (лизинг) 6. Прочие заемные средства	1. Доходы от эмиссии акций 2. Взносы учредителей в уставный капитал 3. Бюджетные средства на безвозвратной основе 4. Средства внебюджетных фондов 5. Долевое участие в строительстве объектов 6. Средства иностранных инвесторов 7. Прочие поступления

Тема 2. Собственные источники финансирования деятельности предприятия

Собственный капитал – это собственные источники финансирования предприятия, которые без определения срока возвращения внесены его участниками или оставлены ими на предприятии из чистой прибыли.

Собственный капитал – стоимость средств фирмы, принадлежащая ей на правах собственности. Он включает в себя:

- уставный капитал;
- добавочный капитал;
- резервный капитал;
- целевое финансирование;
- нераспределенную прибыль.

Уставный капитал – стоимостная оценка вкладов, инвестированных собственниками в имущество организации. Определяет минимальный размер имущества организации, гарантирующий интересы кредиторов. Уставный капитал является одним из важнейших показателей, позволяющих получить представление о размерах и финансовом состоянии экономических субъек-

тов. Это один из наиболее устойчивых элементов собственного капитала организации, поскольку изменение его величины допускается в строго определенном порядке, установленном законодательно.

Уставный капитал организации – источник формирования средств организации, который нужен ему для выполнения уставных обязательств. Это стартовый капитал для производственной деятельности с целью получения в дальнейшем прибыли. Уставный капитал представляет собой средства, вложенные собственниками предприятия. Собственниками предприятия могут выступать как юридические, так и физические лица, а также отдельные частные лица.

Формирование уставного капитала связано с целями создания организации и ее организационно-правовой формой. Порядок формирования уставного капитала организаций разных организационно-правовых форм достаточно жестко в настоящее время регулируют законы Российской Федерации. Кроме того, ряд подзаконных актов регламентирует действие по бухгалтерскому отражению этого процесса.

Уставный капитал – совокупность в денежном выражении вкладов (долей, акций по номинальной стоимости) учредителей (участников) в имущество организации при ее создании для обеспечения деятельности в размерах, определенных учредительными документами. Уставный капитал формируется у хозяйственных обществ – акционерных обществ, обществ с ограниченной ответственностью.

Одной из самых распространенных форм предпринимательской деятельности сегодня является хозяйственное общество.

Можно выделить три основные функции, которые выполняет уставный капитал хозяйственного общества:

- 1) является имущественной основой деятельности общества, т. е. первоначальным (стартовым) капиталом;
- 2) позволяет определить долю (процент) участия учредителя (акционера, участника) в обществе, поскольку ей соответствует количество голосов участника на общем собрании и размер его дохода (дивиденда);
- 3) гарантирует выполнение обязательств общества перед третьими лицами, поэтому законодательством установлен его минимальный размер.

В соответствии с Гражданским кодексом РФ акционерным обществом признается коммерческая организация, уставный капитал которой поделен на определенное число акций, удостоверяющих обязательные права участников общества (акционеров) по отношению к обществу (ст. 96 Граж-

данского кодекса РФ). Порядок создания и правовое положение акционерных обществ определены Федеральным законом № 208-ФЗ от 26.12.1995 «Об акционерных обществах» (ред. от 31.07.2020, с изм. от 24.02.2021).

Юридически собственность акционерного общества не является собственностью акционеров, а само оно не зависит от отдельных физических лиц, владеющих акциями. Акционеры не отвечают по долгам общества и не несут финансового ущерба, если акционерное общество обанкротилось и его долги превышают стоимость реализуемого имущества. Уставный капитал акционерного общества определяет минимальный размер имущества, гарантирующего интересы его кредиторов.

Акционерные общества, как правило, владеют коллективной, или корпоративной собственностью. Собственниками выступают юридические и (или) физические лица, коллектив вкладчиков, пайщиков или корпорация акционеров.

Уставный капитал, сложившийся как акционерный, наиболее полно отражает все аспекты формирования собственного капитала. Минимальный размер уставного капитала публичного общества должен составлять 100 тыс. руб., непубличного – 10 тыс. руб. Согласно действующему законодательству вкладом в уставный капитал общества могут быть деньги, ценные бумаги, другие вещи или имущественные права либо иные права, имеющие денежную оценку. Неденежные вклады, вносимые в уставный капитал, можно условно подразделить на несколько групп. Так, в качестве вклада могут быть внесены вещи, составляющие основную категорию имущества (здания, оборудование и пр.). При этом никаких законодательных ограничений по назначению и количеству передаваемых вещей не существует. Вкладом в уставный капитал могут быть и ценные бумаги. И в этом случае законодательство не содержит никаких прямых ограничений на формирование таким образом уставного капитала (за исключением уставных капиталов кредитных организаций). Кроме того, в качестве вклада в уставный капитал могут быть внесены исключительные права на результаты интеллектуальной деятельности. Следует заметить, что вкладом в уставный капитал не может быть объект интеллектуальной собственности (патент, объект авторского права, включая программу для ЭВМ, и т. п.) или «ноу-хау». Однако в качестве вклада может быть признано право пользования таким объектом, передаваемое обществу в соответствии с лицензионным договором. Причем договор должен быть зарегистрирован в порядке, предусмотренном законодательством.

Вкладом участника общества могут быть также имущественные права, в частности, право пользования имуществом (например, зданием).

Но следует отметить, что не все имущественные права могут быть переданы в уставный капитал. Так, нельзя передавать имущественные права, неразрывно связанные с личностью (например, требование об алиментах, о возмещении вреда и др.). Также не могут быть внесены в качестве вклада в уставный капитал профессиональные знания и навыки, деловая репутация, деловые связи и пр.

Кроме того, закон устанавливает в отношении организаций, занимающихся определенными видами деятельности (например, для кредитных организаций), некоторые требования к вкладам. К тому же участники общества вправе самостоятельно определять в уставе общества, какие именно виды имущества не могут стать вкладом в уставный капитал.

Направления использования уставного капитала законодательно не определены. Единственное требование, чтобы уставный капитал обеспечивался имуществом организации. Отсюда в российской практике появляются проблемы. При создании предприятия собственники обычно делают вклады в уставный капитал по утвержденному минимуму. В настоящее время на эту сумму невозможно не то чтобы приобрести недвижимое имущество, но даже сделать необходимые расходы для начала своей деятельности. Отсюда неизбежность привлечения заемных источников и, как следствие, резкое увеличение риска банкротства предприятия, т. к. суммы займов или кредитов и процентов по ним значительно превышают собственные ресурсы предприятия. И это при начале деятельности предприятия, когда еще не сформирована потребность в производимых товарах и услугах и еще неизвестно, будут ли они пользоваться спросом и появится ли у предприятия доход, позволяющий расплатиться за ранее предоставленные средства.

Добавочный капитал отражает прирост стоимости имущества в результате переоценки, эмиссионный доход, безвозмездно полученные ценности.

В процессе хозяйственной деятельности у общества может появиться новое имущество или возрасти учетная стоимость уже имеющегося, т. е. увеличиваются размеры активов. Для учета источников такого имущества или прироста его стоимости в бухгалтерском учете введено понятие *добавочного капитала*. Как объект учета он возник в соответствии с изменениями правил оценки статей бухгалтерской отчетности организаций для отражения инфляционных процессов.

Доходы, относимые на добавочный капитал, увеличивают собственный капитал организации, однако не влияют на финансовый результат ее

деятельности в отчетном периоде. Например, организация может безвозмездно получить в собственность дорогостоящее производственное помещение, в результате ее имущество и капитал будут иметь существенный прирост, однако финансовым результатом деятельности организации в отчетном периоде может стать убыток. Наличие доходов, не включаемых в финансовый результат деятельности, принимается в расчет в налоговом учете: при исчислении налогооблагаемой прибыли доходы, относимые на добавочный капитал, присоединяются к прибыли, подлежащей налогообложению.

Образование средств происходит путем:

- эмиссионного дохода, который возникает благодаря реализации ценных бумаг по цене, превышающей их номинальную стоимость;
- увеличения ценности внеоборотных активов как следствие их переоценки;
- превышения реальной стоимости вклада в уставный капитал над его номинальной стоимостью;
- безвозмездных поступлений;
- суммы НДС, которую восстанавливает учредитель при передаче имущества в состав уставного капитала;
- бюджетных ассигнований, направленных на финансирование оборотных активов;
- курсовых разниц, возникших при формировании уставного капитала;
- нераспределенной прибыли, предназначенной для капитальных вложений.

Добавочный капитал может образовываться не только по перечисленным выше причинам. Что включать в состав добавочного капитала и как его использовать, решают собственники предприятия, разрабатывающие соответствующие положения. Эти положения должны быть утверждены протоколом общего собрания учредителей, после чего закрепляются приказом об учетной политике.

Резервный капитал – часть накопленного капитала фирмы, предназначенная для покрытия убытков, погашения облигаций, выкупа собственных акций в случае отсутствия других средств.

Резервный капитал создается в соответствии с законодательством и учредительными документами организации на покрытие возможных в будущем непредвиденных убытков, потерь. Резервный капитал – это так называемый запасной финансовый источник, который создается как гарантия бесперебойной работы предприятия и соблюдения интересов третьих лиц. Наличие такого финансового источника придает последним уверен-

ность в погашении предприятием своих обязательств. Чем больше резервный капитал, тем большая сумма убытков может быть компенсирована и тем большую свободу маневра получает руководство предприятия при преодолении убытков.

Образование резервного капитала может носить обязательный и добровольный характер. В первом случае он создается в соответствии с законодательством России, а во втором – в соответствии с порядком, установленным в учредительных документах предприятия, или с его учетной политикой. В настоящее время создание резервного капитала является обязательным только для акционерных обществ и предприятий с иностранными инвестициями. Если у организации есть филиалы и представительства, зарегистрированные как налогоплательщики, то они также могут образовывать резервные фонды. Если в учредительных документах не предусмотрен пункт создания резервного фонда, то предприятие не имеет права его создавать.

Информация о величине резервного капитала в балансе предприятия может иметь чрезвычайное значение для внешних пользователей бухгалтерской отчетности, которые рассматривают резервный капитал как запас финансовой прочности предприятия. Недостаточная величина обязательного резервного капитала свидетельствует либо о недостаточности прибыли, либо об использовании резервного капитала на покрытие убытков.

Размеры отчислений в резервный капитал устанавливаются собранием акционеров и фиксируются в учредительных документах организации. При этом акционерные общества и совместные предприятия обязаны придерживаться еще и минимальной его границы. Размер резервного фонда должен быть не менее 15 % от уставного капитала предприятия, а для предприятий с иностранными инвестициями – не более 25 % от уставного капитала.

Для российских акционерных обществ законодательством установлен четкий порядок формирования обязательного резервного фонда. Они должны ежегодно отчислять в резервный фонд не менее 5 % от своей чистой прибыли. Отчисления прекращаются, когда фонд достиг установленного уставом общества объема. Сколько должны ежегодно отчислять в резервный фонд предприятия с иностранными инвестициями, в законодательных и нормативных актах не оговаривается. Размер этих отчислений устанавливается их учредительными документами.

Средства резервного фонда предназначены для покрытия балансового убытка за отчетный год, для погашения облигаций и выкупа акций акционерного общества при отсутствии других средств. Резервный фонд создается предприятиями также и на случай прекращения их деятельности для покрытия кредиторской задолженности. Ни на какие другие цели использовать «резервные» деньги нельзя.

Целевое финансирование – создается за счет чистой прибыли и служит определенным целям, соответствующим уставу предприятия или решению учредителей. Это разновидность нераспределенной прибыли.

Нераспределенная прибыль – часть накопленного капитала, не выплаченная в виде дивидендов, это реинвестирование прибыли в активы предприятия. Финансовым результатом предприятия, осуществляющего предпринимательскую деятельность, является прибыль или убыток. Прибыль выступает источником, используемым после обязательных платежей в бюджет на цели, определяемые уставными документами или соответствующими решениями руководства организации и учредителей (акционеров). При получении убытка возникает необходимость изыскания источников его покрытия.

Прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия после уплаты в бюджет налога на прибыль, в бухгалтерском учете принято называть «нераспределенной прибылью». Нераспределенная прибыль представляет собой сумму чистой прибыли, которая не была распределена в виде дивидендов между акционерами организации. Нераспределенная прибыль отчетного года используется на выплату дивидендов учредителям и на отчисления в резервный фонд (при его наличии). В соответствии со своей учетной политикой организация может принять решение об использовании прибыли, оставшейся в распоряжении предприятия, на финансирование своих плановых мероприятий. Эти мероприятия могут носить производственный характер в случае направления денежных средств на развитие и расширение производства, модернизацию используемого оборудования и непроизводственный характер в случае использования денежных средств на мероприятия социального характера и материальную поддержку работников организации и другие цели, не связанные с производством продукции либо долгосрочными или финансовыми вложениями организации.

Нераспределенная прибыль является составляющей собственного капитала предприятия. Она характеризует часть прибыли предприятия, полученную в предшествующем периоде и не использованную на потребление собственниками (акционерами, пайщиками) и персоналом. Нераспределенная прибыль исчисляется как разница между выявленными на основании

бухучета всех операций организации и оценки статей бухгалтерского баланса финансовым результатом за отчетный период и причитающейся к уплате суммой налогов и иных аналогичных обязательных платежей, уплачиваемых в соответствии с законодательством РФ, за счет прибыли после налогообложения, включая санкции за нарушения (в том числе по расчетам с государственными внебюджетными фондами). Эта часть прибыли предназначена для капитализации, т. е. для реинвестирования в развитие производства. По своему экономическому содержанию она является одной из форм резерва собственных финансовых средств предприятия, обеспечивающих его производственное развитие в предстоящем периоде.

Владельцы могут ежегодно изымать у предприятия активы в сумме, равной заработанной им за год чистой прибыли. Однако если собственники предприятия сочтут более выгодным для себя отказаться от своего текущего дохода в пользу еще более значительного увеличения собственного капитала предприятия в будущем, то они могут оставить причитающуюся им сумму чистой прибыли предприятию. В этом случае говорят о реинвестировании прибыли. Богатство собственников будет возрастать не за счет получения ими текущих доходов, а в результате увеличения их доли в капитале предприятия. В свою очередь, предприятие получает возможность расширения масштабов своей деятельности, а следовательно, еще большего увеличения массы зарабатываемой им прибыли.

Собственно, если не считать амортизацию, нераспределенная прибыль является крупным единственным источником финансирования деятельности предприятия. Ее предприятие всегда может направить на свои нужды или создание специальных фондов. Отличительной особенностью на вновь создаваемых предприятиях является сложность в прогнозировании прибыли из-за еще не возникшего спроса на производимые товары и услуги. На уже работающих предприятиях возможны построения прогнозов о величине прибыли в будущем, но только в составе общего прогноза деятельности предприятия и анализа конъюнктуры рынка. Все дело в том, что на размер прибыли будут оказывать влияние многочисленные факторы как внутри предприятия, так и внешней среды, и абстрагированный анализ прибыли на предстоящий период может привести к тому, что средств может попросту не хватить даже на поддержание текущей деятельности.

Перечислим преимущества и недостатки использования собственного капитала.

Преимущества:

- простота привлечения капитала;
- высокая степень получения прибыли;

– обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности в долгосрочном периоде.

Недостатки:

– ограниченность объема привлечения;
– высокая стоимость по сравнению с альтернативными заемными источниками.

В процессе разработки и принятия управленческих решений в области финансового обеспечения предпринимательской деятельности важное место занимает правильное определение величины источников собственных средств предприятия.

Финансовый менеджмент предполагает, что в ходе планирования и определения величин этих показателей хозяйствующий субъект должен четко представлять, как величина показателя выручки от реализации связана с величиной показателя прибыли, а также и то, что на прибыль влияет ряд факторов и, в первую очередь, – величина издержек производства (себестоимости продукции). Анализ, позволяющий проследить цепочку показателей *издержки* → *объем продаж* → *прибыль*, называется операционным анализом. Используя операционный анализ, финансовый менеджер сможет найти ответы на ряд важнейших вопросов, что даст ему в дальнейшем возможность принять грамотное управленческое решение. К числу таких вопросов могут быть отнесены следующие:

– сколько наличного капитала требуется предприятию;
– каким образом можно мобилизовать эти средства;
– до какой степени можно доводить финансовый риск, используя эффект финансового рычага;
– как повлияет на прибыль изменение объема производства и сбыта.

Формирование собственного капитала представляет собой часть общей финансовой стратегии корпорации, которая заключается в обеспечении ее производственно-коммерческой деятельности денежными ресурсами. Главные цели формирования собственного капитала:

– создание за счет собственного капитала необходимого объема внеоборотных активов (собственного основного капитала – СОК);
– образование за счет собственного капитала определенной доли оборотных активов (собственного оборотного капитала – $C_{обК}$).

Величину собственного основного капитала (СОК) устанавливают по формуле

$$СОК = ВОА - ДО,$$

где BOA – внеоборотные активы по балансу на конец периода (квартала, года);

$ДО$ – долгосрочные обязательства, используемые для финансирования внеоборотных активов.

Объем собственного оборотного капитала ($C_{обK}$) определяют по формуле

$$C_{обK} = OA - ДО' - КО,$$

где OA – оборотные активы;

$ДО'$ – долгосрочные обязательства, направленные на финансирование оборотных активов;

$КО$ – краткосрочные обязательства, направленные на покрытие оборотных активов.

Превышение величины собственного капитала над величиной внеоборотных активов (за вычетом долгосрочных обязательств) представляет собой чистый оборотный капитал ($ЧОК$):

$$ЧОК = СК - (BOA - ДО),$$

где $СК$ – собственный капитал (раздел баланса «Капитал и резервы»).

Чистый оборотный капитал характеризует сумму свободных денежных средств, которыми предприятие может маневрировать в отчетном периоде.

Коэффициент маневренности собственного капитала ($KM_{ск}$) вычисляют по формуле

$$KM_{ск} = ЧОК / СК.$$

Рекомендуемое значение показателя $KM_{ск} - 0,2-0,3$. Он определяет, какая часть собственного капитала находится в наиболее ликвидной (мобильной) форме.

Амортизационные отчисления также являются внутренним источником формирования собственных денежных ресурсов, но величину собственного капитала они не увеличивают, а только служат способом его реинвестирования.

Система управления формированием собственных финансовых ресурсов (СФР) направлена на обеспечение самофинансирования корпорации. Данная политика включает следующие основные этапы:

1. Анализ образования и использования СФР в базисном периоде.
2. Определение общей потребности в СФР на предстоящий (прогнозный) период (квартал, год).

3. Оценку стоимости привлечения собственного капитала из различных источников.

4. Обеспечение максимального объема привлечения СФР за счет внутренних и внешних источников.

5. Оптимизацию соотношения внутренних и внешних источников образования СФР.

Рассмотрим более подробно содержание каждого этапа.

Первый этап. Целью анализа формирования СФР в базовом периоде является определение финансового потенциала для будущего развития корпорации. На первой стадии анализа изучают соответствие темпов прироста прибыли и собственного капитала темпам прироста активов (имущества) и объема продаж; динамику удельного веса собственных источников в общем объеме финансовых ресурсов. Целесообразно сравнить эти параметры за ряд периодов. Оптимальное соотношение между ними

$$T_n > T_{en} > T_{ck} > T_a > 100 \%,$$

где T_n – темп роста прибыли, %;

T_{en} – темп роста выручки (нетто) от продажи товаров, %;

T_{ck} – темп роста собственного капитала, %;

T_a – темп роста активов

Из приведённой формулы следует, что прибыль должна расти более высокими темпами, чем остальные параметры. Это означает, что издержки производства должны снижаться, выручка от продаж – расти, а собственный капитал и активы (имущество) использоваться более эффективно за счет ускорения их оборачиваемости. Однако на практике даже у стабильно работающих корпораций возможны отклонения от указанного соотношения.

Причины могут быть самые разные: освоение новых видов продукции и технологий, большие капиталовложения на обновление и модернизацию основного капитала, реорганизацию структуры управления и производства и др. Эти факторы обусловлены внешним экономическим окружением (например, усилением конкуренции на данном сегменте рынка) и требуют значительных капитальных затрат, которые окупятся в будущем.

На второй стадии анализа исследуют соотношение между внутренними и внешними источниками образования СФР, а также стоимость (цену) привлечения собственного капитала за счет различных источников.

На третьей стадии анализа оценивают достаточность СФР, сформированных в базисном периоде. Критерием такой оценки выступает коэффициент самофинансирования ($K_{сф}$):

$$K_{сф} = \frac{СФР}{\Delta A(I)},$$

где $СФР$ – собственные финансовые ресурсы, сформированные в базисном периоде;

$\Delta A(I)$ – прирост активов (имущества) в прогнозном периоде по сравнению с базисным (отчетным).

Второй этап. Общую потребность в СФР на предстоящий период устанавливают по формуле

$$P_{сфр} = \frac{P_k * U_{ск}}{100} - СК_{нп} + ЧП_n,$$

где $P_{сфр}$ – общая потребность в собственных финансовых ресурсах в предстоящем периоде;

P_k – общая потребность в капитале на конец прогнозного периода;

$U_{ск}$ – удельный вес собственного капитала в общей его сумме на конец прогнозного периода, доли единицы;

$СК_{нп}$ – сумма собственного капитала на начало периода;

$ЧП_n$ – сумма чистой прибыли, направляемая на потребление в прогнозном периоде. Расчетная величина включает необходимую сумму СФР, образуемых за счет внутренних и внешних источников.

Третий этап. Оценку привлечения собственного капитала из различных источников осуществляют в разрезе отдельных его элементов (акционерного капитала, нераспределенной прибыли и др.). Результаты такой оценки служат базой для принятия управленческих решений относительно выбора альтернативных источников формирования СФР, обеспечивающих прирост собственного капитала.

Четвертый этап. Обеспечение максимального объема привлечения СФР за счет внутренних и внешних источников требует определения возможного перечня таких источников и их абсолютного объема.

Основными внутренними источниками являются чистая прибыль и амортизационные отчисления.

К внешним финансовым источникам относят привлечение дополнительного паевого капитала участников (учредителей) хозяйственного товарищества или общества с ограниченной ответственностью; повторную эмиссию акций и др.

Пятый этап. Процесс оптимизации внутренних и внешних источников образования СФР базируется на:

– минимизации стоимости (цены) мобилизации СФР. Если стоимость СФР за счет внешних источников значительно превышает прогнозную величину привлечения заемных средств (облигационных займов и банковских кредитов), то от подобного их формирования следует отказаться;

– сохранении управления корпорацией первоначальными учредителями (собственниками), если оно достаточно продуктивно. Увеличение дополнительного паевого или акционерного капитала за счет сторонних инвесторов может привести к потере такого управления.

Рассмотрим основные критерии измерения эффективности собственного капитала. Для оценки эффективности использования собственного капитала практическое значение имеют следующие экономические показатели: коэффициенты финансовой устойчивости, рентабельности и оборачиваемости собственных средств.

В состав измерителей финансовой устойчивости включают следующие показатели.

1. Коэффициент задолженности ($K_{зад}$):

$$K_{зад} = ЗК/СК,$$

где $ЗК$ – заемный капитал по бухгалтерскому балансу на последнюю отчетную дату;

$СК$ – собственный капитал на эту дату.

Рекомендуемое значение показателя – 0,67 (40 / 60 %). Он характеризует соотношение между заемными и собственными средствами.

2. Коэффициент финансирования ($K_{фин}$):

$$K_{фин} = \frac{СК}{ЗК}.$$

Рекомендуемое значение показателя 1,5 (60 / 40 %). Показывает соотношение между собственными и заемными средствами на определенную дату.

3. Коэффициент финансовой независимости ($K_{фн}$)

$$K_{фн} = \frac{СК}{ВБ},$$

где BB – валюта бухгалтерского баланса.

Рекомендуемое значение показателя более 0,5 (свыше 50 %).

4. Коэффициент устойчивого экономического роста ($K_{уэр}$)

$$K_{уэр} = \frac{P}{СК} = \frac{ЧП}{СК},$$

где $P_{чп}$ – реинвестированная чистая прибыль за период (чистая прибыль, направленная на финансирование капиталовложений в основной капитал);

$СК$ – средняя за период стоимость собственного капитала.

5. Коэффициент структуры собственного капитала (K_c)

$$K_c = \frac{\text{инвестированный капитал}}{\text{накопленная прибыль}}, \text{ где}$$

инвестированный капитал = уставный капитал + добавочный капитал + целевое финансирование;

накопленная прибыль = резервный капитал + нераспределенная прибыль.

В состав показателей рентабельности собственного капитала включают

$$P_{ск} = \frac{ЧП}{СК} * 100; P_{ак} = \frac{ЧП}{АК} * 100; P_{ча} = \frac{ЧП}{ЧА} * 100,$$

где $P_{ск}$ – рентабельность собственного капитала, %;

$ЧП$ – чистая прибыль за расчетный период;

$СК$ – средняя стоимость собственного капитала за расчетный период;

$P_{ак}$ – рентабельность акционерного капитала, %;

$АК$ – средняя за расчетный период стоимость акционерного капитала;

$P_{ча}$ – рентабельность чистых активов, %;

$ЧА$ – средняя стоимость чистых активов за расчетный период. Категория «собственный капитал» тесно связана с понятием «чис-

тые активы» акционерного общества. Чистые активы общества не могут быть ниже величины уставного (складочного) капитала: *чистые активы = активы, принимаемые к расчету – обязательства по пассиву баланса.*

В состав активов включают сумму внеоборотных и оборотных активов. В состав обязательств входят целевое финансирование, долгосрочные обязательства и краткосрочные обязательства (без статьи «доходы будущих периодов»). При этом в сумме финансовых вложений по активу баланса не учитывают балансовую стоимость собственных акций, выкупленных у акционеров.

Из дебиторской исключают задолженность акционеров по взносам в уставный капитал.

Приведенные показатели анализируются за ряд периодов (кварталов, лет). Затем делаются выводы об эффективности использования собственного капитала. Результаты анализа предоставляются бухгалтерской (финансовой) службой до правления акционерного общества для принятия им управленческих решений.

В заключение отметим, что собственный капитал («Капитал и резервы») служит источником покрытия внеоборотных активов и образования собственных оборотных средств общества. Они необходимы для поддержания его постоянной платежеспособности в течение отчетного периода. По прогнозному балансу активов и пассивов (бюджету по балансовому листу) определяют планируемую величину собственных оборотных средств на конец предстоящего периода (квартала, года), т. е. прогнозируют будущую платежеспособность акционерного общества, а также величину прироста этих средств.

Для оценки рентабельности собственного капитала и факторов, повлиявших на ее величину в отчетном периоде по сравнению с базовым, используют *трехфакторную модель Дюпона*:

$$P_{ск} = \frac{ЧП}{ВР} * \frac{ВР}{\bar{A}} * \bar{A} * 100, \text{ где:}$$

ВР – выручка (нетто) от реализации товаров (услуг);

\bar{A} – средняя за расчетный период стоимость активов (имущества);

ЧП – чистая прибыль за расчетный период;

СК – средняя за расчетный период стоимость капитала.

Данная формула позволяет установить, какие факторы в наибольшей степени повлияли на колебание рентабельности собственного капитала, и выяснить, в чем причины данного изменения:

- в колебаниях рентабельности продаж ($ЧП/ВР$);
- колебаниях оборачиваемости активов ($ВР/\bar{A}$);
- колебаниях структуры капитала ($\bar{A}/СК$);
- сопряженном воздействии указанных факторов.

Тема 3. Заёмные средства и их роль в финансировании деятельности предприятия

Предприятия в процессе деятельности совершают материальные и денежные затраты, связанные с расширенным воспроизводством основных фондов и покрытием потребности в оборотных средствах, производством и реализацией продукции, социальным развитием коллектива.

Основой для определения необходимой суммы оборотных средств и основных фондов являются объем производства, размер затрат на производство, длительность производственного цикла, прирост и выбытие фондов, условия заготовки и приобретения сырья, топлива и других необходимых материалов. Без заемных средств предприятия должны были бы находиться полностью на самофинансировании, что резко ограничивало бы возможности их развития. Структура заёмного капитала компании выглядит следующим образом:

- краткосрочные кредиты и займы;
- долгосрочные кредиты и займы;
- кредиторская задолженность.

Заемный капитал характеризуется определёнными положительными особенностями:

- 1) достаточно широкими возможностями привлечения;
- 2) обеспечением роста финансового потенциала предприятия при необходимости существенного расширения его активов и возрастания темпов роста объема его хозяйственной деятельности;
- 3) более низкой стоимостью в сравнении с собственным капиталом.

В то же время использование заемного капитала имеет следующие недостатки:

- 1) возрастает риск неплатежеспособности;
- 2) активы, сформированные за счет заемного капитала, формируют меньшую (при прочих равных условиях) норму прибыли, которая снижается на сумму выплачиваемого ссудного процента во всех его формах;
- 3) высокая зависимость стоимости заемного капитала от колебаний конъюнктуры финансового рынка;
- 4) сложность процедуры его привлечения.

Хотя заемный капитал имеет свои преимущества, у него есть один самый крупный недостаток – высокая степень риска. Компания, распродающая акции для привлечения капитала, может пережить несколько сложных лет, не выплачивая дивидендов, а вот компания, не способная выполнить

долговые обязательства по ссудам и облигациям, может быть принуждена кредиторами объявить о своем банкротстве.

Потребности фирмы в единовременных денежных средствах удовлетворяются за счет получения кредита в банке. Кредитование представляет собой одну из форм финансового обеспечения предпринимательской деятельности. Оно осуществляется на основе установления финансовых взаимоотношений фирмы и кредитной организации путем заключения между ними соответствующих договоров. Основным договором является кредитный договор, который создает юридические предпосылки обеспеченности ссуд, их своевременного возврата и уплаты процентов.

В экономической теории ссудный капитал традиционно рассматривается как совокупность денежных средств, передаваемых на возвратной основе во временное пользование за плату в виде процента. Исходя из этого, банковский кредит – это средства, предоставляемые банком предпринимательской фирме на установленный срок под определенные проценты для целевого использования.

Основные принципы кредитования:

- 1) срочность;
- 2) платность;
- 3) возвратность;
- 4) материальная обеспеченность;
- 5) целевой характер.

Необходимость кредитования объективно вытекает из несоответствия средств и потребностей предприятия для расширенного воспроизводства. Именно в этих условиях возникают кредитные отношения, которые дают возможность заемщику получить деньги раньше, чем он сможет извлечь их из обращения после реализации товара. За счет собственных средств обычно покрывается потребность предприятия в денежных ресурсах, обеспечивающая непрерывность процесса производства и реализации продукции на протяжении года. За счет заемных источников восполняются средства на образование сезонных запасов материальных ценностей, покрытие затрат в производстве, а также колебания рыночной конъюнктуры, например, платежеспособный спрос потребителей.

Заемные средства предприятие может получить в виде краткосрочных кредитов для пополнения и прироста оборотных фондов. Это в основном ссуды, обслуживающие кругооборот оборотного капитала, текущие потребности клиента. В российской практике краткосрочные кредиты выдаются на финансирование различных элементов производственных запасов,

незавершенного производства, готовой продукции, средств в расчетах. Существуют разные виды краткосрочных ссуд банков – залоговые, гарантированные поручителем, банковские, застрахованные и др. Краткосрочные ссуды – это кредиты, срок пользования которыми не превышает одного года. В случае краткосрочного кредитования банки рассматривают стандартные вопросы, касающиеся только части деятельности предприятия, например, кредитоспособность заемщика, качество залога. Если же банк является одним из кредиторов инвестиционного проекта на длительный срок, то он заинтересован исследовать все стороны проекта и работы предприятия и получить как можно больше информации о нем.

К долгосрочным относятся те кредиты, сроки которых превышают один год (в некоторых рыночных странах 6–8 лет). Такие кредиты обслуживают потребности в средствах, необходимых для формирования основного капитала и финансовых активов. Долгосрочные кредиты направляются на строительство производственных объектов, реконструкцию, техническое перевооружение, приобретение техники, оборудования и транспортных средств, организацию выпуска новой продукции, строительство объектов непромышленного назначения.

Принцип материальной обеспеченности кредита выражает необходимость обеспечения защиты имущественных интересов кредитора при возможном нарушении фирмой-заемщиком принятых на себя обязательств и находит практическое применение в таких формах кредитования, как ссуды под залог или под финансовые гарантии. Таким образом, данный принцип означает, что по условиям кредитования заемщик обязан гарантировать кредитору возврат кредита, а при отказе в выполнении этого требования кредитор должен иметь основание для изъятия из оборота заемщика незаконно удерживаемые средства. Кредит может не иметь материального обеспечения, если кредитор абсолютно уверен в платежеспособности и обязательности заемщика. Залог должен быть оформлен в виде отдельного договора. Преимущество залога для банка состоит в большей вероятности вернуть кредит, поскольку в случае его невозврата банк получает возможность удовлетворения своей претензии из стоимости заложенного имущества.

В залог, как правило, передается:

- имущество;
- имущественные права;
- права пользования;
- права владения имуществом.

Обеспечением кредита могут быть:

- товарно-материальные ценности;

- ценные бумаги;
- валюта;
- расчетные документы.

По условиям залога заложенное имущество может остаться у заемщика либо передаваться во владение кредитору. Залогодержатель обычно принимает ценные бумаги и иностранную валюту, а другие предметы оставляет у залогодателя. Предмет залога может быть оставлен у заемщика под замком или печатью кредитора, а также с наложением знаков, свидетельствующих о залоге. Такой залог называется *твердым*.

Возврат банковского кредита может быть обеспечен также поручительством или банковской гарантией. По договору поручительства субъект обязывается перед кредитором третьего лица отвечать за исполнение последним его обязательства полностью или частично. Субъект отвечает перед кредитором в том же объеме, включая уплату процентов, возмещение судебных издержек по взысканию долга и других убытков кредитора, вызванных неисполнением или ненадлежащим исполнением обязательств должником. Договор может предусматривать для поручителя как субсидиарную (единоличную), так и солидарную с должником ответственность. Поручительство прекращается после возврата кредита банку фирмой заемщиком, в случае перевода долга на другое лицо, а также в случае истечения указанного в договоре поручительства срока.

Банковская гарантия – это письменное обязательство кредитной организации, выданное по просьбе другого лица – принципала, уплатить кредитору – бенефициару – в соответствии с условиями даваемого гарантом обязательства денежную сумму по предоставлении бенефициаром письменного требования о ее уплате. Фирма использует банковскую гарантию для дополнительного привлечения заемного капитала, при этом важна ее цена, которая в совокупности с процентом за кредит должна обеспечивать требование самокупаемости. Фирма должна убедиться в том, что гарант выполнит свои обязательства перед бенефициаром при получении от него соответствующего требования и документов.

Так как банковский кредит представляет собой в современных условиях один из наиболее дорогих видов привлекаемого заемного капитала, обеспечению условий эффективного его использования на предприятии должно уделяться первостепенное внимание. Критерием такой эффективности выступают следующие условия:

- уровень кредитной ставки по краткосрочному банковскому кредиту должен быть ниже уровня рентабельности хозяйственных операций, для осуществления которых он привлекается;

– уровень кредитной ставки по долгосрочному банковскому кредиту должен быть ниже коэффициента рентабельности активов, иначе эффект финансового левириджа будет иметь отрицательное значение.

Политика привлечения банковского кредита включает следующие основные этапы (шаги):

1. Определение целей использования привлекаемого банковского кредита.

2. Оценку соотношения между краткосрочным и долгосрочным кредитами (с учетом альтернативных форм привлечения заемного капитала: коммерческих кредитов, небанковских займов и др.).

3. Изучение и оценку коммерческих банков потенциальных кредиторов заемщика. Такую оценку проводят по привлекательности кредитной политики банка для заемщика.

4. Сопоставление условий возможного привлечения отдельных видов кредитов у разных банков.

Для решения вопроса о выборе банка-кредитора необходимо учитывать следующие факторы:

– общую характеристику банка: состав учредителей, организационно-правовую форму, цели и политику банка на рынке ссудного капитала, контингент его клиентов и др.;

– результаты деятельности банка за последний год: размер собственного капитала, позиции на финансовом рынке, финансовую устойчивость и др.;

– качество и разнообразие оказываемых банком услуг.

Для заемщика имеют значение и такие параметры, как:

– быстрота совершения расчетных операций;

– возможность получения недорогих кредитов;

– минимизация затрат на открытие расчетных, валютных и специальных счетов и качество их обслуживания;

– возможность выгодного вложения своего капитала и пр.

Даже небольшой перечень ситуаций характеризует многообразие возможных вариантов выбора банка для обслуживания. Получить представление о надежности и финансовой устойчивости банка можно из публикуемой им отчетности за ряд периодов (лет) и сравнения приведенных в ней показателей с другими кредитными организациями.

Кроме банковских кредитов предприятие может привлечь заёмный капитал путём эмиссии корпоративных облигаций. Облигация – это долговая ценная бумага, обязательство, подтверждающее отношение займа

между инвестором и эмитентом, согласно которому эмитент (заёмщик) гарантирует инвестору (кредитору) выплату основной суммы долга по истечении установленного срока, а также процентов по займу. Существует множество видов облигаций, что позволяет их классифицировать.

Классификация облигационных займов:

По виду эмиссии:

- на предъявителя;
- именные.

По виду выплат дохода:

- процентные;
- беспроцентные (дисконтные).

По характеру обращения:

- рыночные (свободно обращающиеся на рынке);
- нерыночные (с ограниченным кругом обращения).

По характеру держателей ценных бумаг:

- реализуемые только физическим лицам;
- реализуемые только юридическим лицам;
- универсальные.

По срокам погашения:

- краткосрочные (срок погашения до одного года);
- среднесрочные (до пяти лет);
- долгосрочные (свыше пяти лет);
- бессрочные (срок погашения не определён, владелец получает доход, пока держит их).

По методам размещения:

- добровольные;
- принудительные (размещаются согласно постановлению правительства).

По материальному носителю:

- в документарной форме;
- в бездокументарной форме (в виде записей на счетах).

В зависимости от эмитента:

- государственные;
- муниципальные;
- корпоративные.

Владельцы облигаций получают доход, выплачиваемый ежегодно в виде фиксированного процента. Срок действия облигаций, порядок и размеры выплаты дохода и выкупа бумаги определяются при выпуске займа. Владение облигацией не дает права собственности, но предусматривает

преимущественное право по сравнению с акционерами на распределяемую прибыль и на активы предприятия при его ликвидации. Целесообразность выпуска облигаций определяется спросом на них на фондовом рынке и издержками выпуска. Цена облигации зависит от нескольких факторов – срока погашения, процентной ставки и имущественного залога. Цена бумаги с момента ее выпуска и в течение срока обращения постоянно колеблется. Рыночная цена облигации определяется прежде всего доходностью. Доходность представляет собой отношение выплачиваемых по облигации процентов к рыночной стоимости.

Для инвесторов облигации имеют определенные преимущества: по ним выплачиваются фиксированные проценты; они надежнее, чем ценные бумаги, свидетельствующие об участии в акционерном капитале. Однако инвесторам следует учитывать и недостатки: облигации имеют определенный риск по процентной ставке и существует возможность того, что основная сумма будет утрачена, если процентная ставка увеличится и облигация упадет в цене; владельцы облигаций не имеют права голоса и, следовательно, не могут влиять на работу предприятия. Основной целью управления эмиссией облигаций предприятия является обеспечение привлечения необходимого объема заемных средств путем выпуска и размещения на первичном фондовом рынке ценных бумаг этого вида.

Общий доход от облигации складывается из следующих элементов:

- периодически выплачиваемых процентов (купонного дохода);
- изменения стоимости облигаций за соответствующий период;
- дохода от реинвестирования полученных процентов.

Облигация приносит владельцу фиксированный текущий доход. Этот доход представляет собой постоянные аннуитеты – годовые фиксированные выплаты в течение ряда лет. Как правило, проценты по облигациям выплачиваются 1–2 раза в год. При этом чем чаще производятся процентные выплаты, тем больший потенциальный доход приносит облигация: ведь полученные процентные выплаты могут быть реинвестированы.

Облигация также может приносить доход в результате изменения её стоимости с момента покупки до продажи. Разница между ценой покупки облигации (C_0) и ценой, по которой инвестор продает облигацию (C_1), представляет собой прирост капитала, вложенного инвестором в конкретную облигацию ($D = C_1 - C_0$). Данный вид дохода приносят прежде всего облигации, купленные по цене ниже номинала, т. е. с дисконтом.

Определяя стоимость той или иной облигации, мы в первую очередь интересуемся дисконтированием или капитализацией денежного потока, который должен получить держатель этой ценной бумаги в течение всего

срока её действия. По условиям облигационного займа эмитент обязан выплатить держателю облигации объявленные проценты в течение указанного количества лет и окончательный платёж, равный номиналу облигации, при наступлении срока её погашения. Более подробно об эмиссии корпоративных облигаций речь пойдёт в следующей теме.

В структуру заёмного капитала компании входит также кредиторская задолженность. Это задолженность предприятия перед своими поставщиками, работниками по заработной плате, государством по налогам и сборам. Причиной появления кредиторской задолженности перед поставщиками является предоставляемый коммерческий кредит. В процессе предпринимательской деятельности фирмы осуществляют взаимное кредитование. Происходит это в связи с разницей во времени между отгрузкой продукции, товаров, выполнением работ, оказанием услуг и их фактической оплатой. Поэтому в денежном обороте фирм наряду с кредитами банков присутствуют средства и других кредиторов, в том числе предприятий-поставщиков, постоянных деловых партнеров по коммерческим сделкам.

Статья 823 ГК РФ предусматривает, что договор, исполнение которого связано с передачей в собственность другой стороне денежных сумм или других вещей, определяемых родовыми признаками, может предусматривать предоставление кредита, в том числе в виде аванса, предварительной оплаты, отсрочки и рассрочки оплаты товаров, работ или услуг.

При коммерческом кредите сделка купли-продажи сопряжена с кредитной сделкой. Окончание торговой операции совпадает с началом кредитной сделки, которая будет завершена при погашении заемщиком задолженности по ссуде. Тем самым движение товарного капитала сопровождается движением ссудного капитала. Таким образом, **коммерческий кредит** – это товарная форма кредита. Для предприятия-поставщика кредитная сделка не только ускоряет реализацию (покупатель приобретает товары), но и приносит дополнительный доход в форме процента, который включается в цену проданных товаров и сумму векселя.

Использование коммерческого кредита имеет *ряд преимуществ*.

Этот вид кредита:

- 1) облегчает реализацию товара;
- 2) способствует ускорению оборачиваемости оборотных средств, что приводит к уменьшению потребности предприятия в кредитных ресурсах и в денежных средствах;

- 3) обходится, как правило, дешевле банковского кредита во всех его формах;
- 4) характеризуется достаточно простым механизмом оформления в сравнении с другими видами кредита;
- 5) характеризуется оперативностью предоставления средств в товарной форме;
- 6) расширяет возможности маневрирования оборотными средствами;
- 7) позволяет фирмам оказывать финансовую поддержку друг другу.

Для многих малых предприятий именно коммерческий кредит является важнейшим источником финансирования. *К недостаткам* коммерческого кредита можно отнести:

- риск для поставщика при изменении цены товара;
- несоблюдение покупателем сроков оплаты;
- банкротство покупателя;
- незначительный срок пользования.

Тема 4. Роль привлечённых средств в деятельности бизнеса

Привлечение собственного капитала из внешних источников путем дополнительной эмиссии акций является сложным и дорогостоящим процессом. Поэтому к данному источнику формирования собственных финансовых ресурсов следует прибегать лишь в крайне ограниченных случаях.

С позиции финансового менеджмента основной целью эмиссионной политики является привлечение на фондовом рынке необходимого объема собственных финансовых средств в минимально возможные сроки. С учетом сформулированной цели эмиссионная политика предприятия представляет собой часть общей политики формирования собственных финансовых ресурсов, заключающейся в обеспечении привлечения необходимого их объема за счет выпуска и размещения на фондовом рынке собственных акций.

Самым распространенным способом привлечения инвестиций акционерным обществом является дополнительная эмиссия акций. Законодательной базой дополнительной эмиссии ценных бумаг служат Федеральные законы Российской Федерации «Об акционерных обществах» и «О рынке ценных бумаг», Указ Президента РФ «О передаче субъектам Российской Федерации находящихся в федеральной собственности акций акционерных обществ, образованных в процессе приватизации», Постановление Федеральной комиссии по Ценным бумагам РФ «Об утвержде-

нии стандартов эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии».

Преимущества дополнительной эмиссии следующие:

– отсутствие необходимости при второй и прочих эмиссиях вносить изменения в устав акционерного общества; достаточно один раз определить количество дополнительных акций, которые объявляются при учреждении общества;

– возможность моделирования изменений уставного капитала акционерного общества при его учреждении;

– представление полной свободы акционерному обществу в определении перспектив финансового развития;

– расширение возможностей акционерного общества в реальном управлении и формировании акционерного капитала;

– ускорение роста уставного капитала.

К недостаткам дополнительной эмиссии можно отнести:

– практически полную свободу и бесконтрольность совета директоров в изменении состава собственников в том случае, если вопросы проведения дополнительной эмиссии отнесены к его компетенции;

– субъективный подход при определении числа дополнительных акций, фиксируемых в уставе;

– отсутствие методик, рекомендаций по оптимизации соотношения числа дополнительных и размещенных акций с учетом конкретного профиля, отраслевой принадлежности акционерного общества.

То, что пока многие предприятия попросту пренебрегают дополнительной эмиссией, свидетельствует об отсутствии у многих акционеров четкого представления о механизме ее осуществления. Дополнительная эмиссия является одним из способов привлечения дополнительных финансовых ресурсов акционерными обществами, весьма привлекательным методом финансирования, что обусловлено свободой выбора срока дополнительной эмиссии, ее объема, заинтересованностью инвесторов в реальном доступе к управлению капиталом.

Негативное отношение к дополнительной эмиссии связано с необходимостью тщательно готовить документы по ее проведению, большими организационными хлопотами и неопределенностью ее социальноэкономических последствий для трудового коллектива и аппарата управления. Однако время и жесткие финансовые реалии настойчиво подводят многих акционеров – учредителей, владельцев акционерных обществ – к мысли о приоритетности и необходимости проведения дополнительной эмиссии как способа привлечения дополнительных инвестиций. Специалисты считают, что

большой эффект достигается при крупном размере дополнительной эмиссии. Это объясняется тем, что расходы на проведение эмиссии, рекламу, иные издержки, связанные с выпуском, перекрываются большим объемом привлеченных инвестиций.

Фактором, стимулирующим развитие практики дополнительных эмиссий, является создание ряда организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг в России, объединение депозитариев, регистраторов, брокеров, дилеров, что значительно упрощает размещение дополнительных выпусков акций. Это способствует проведению дополнительных эмиссий и становлению инфраструктуры вторичного рынка ценных бумаг. Кроме того, снижение инвестиционной привлекательности других финансовых инструментов создает дополнительные условия для привлечения отечественных инвесторов на вторичный рынок.

Следует отметить, что многие иностранные инвесторы также заинтересованы в приобретении определенной части акционерного капитала целого ряда перспективных российских предприятий. Особый интерес к дополнительным эмиссиям акционерных обществ ряда отраслей проявляют банки и банковские ассоциации.

Эмиссия ценных бумаг наряду с другими источниками финансовых ресурсов может быть привлекательна для предприятий, так как в этом случае можно:

- 1) варьировать сроки привлечения необходимых денежных средств (без ограничения срока при эмиссии акций) и выбирать приемлемый срок (при эмиссии облигаций);
- 2) устанавливать приемлемую плату за привлекаемые денежные ресурсы, комбинируя имущественные права, закладываемые в ценные бумаги;
- 3) увеличивать объем привлекаемых средств по сравнению с кредитом, который может выдать отдельный банк, за счет предложения выпускаемых ценных бумаг потенциально неограниченному кругу покупателей.

Эмиссия представляет собой выпуск и размещение ценных бумаг. *Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»* трактует эмиссию как установленную законом последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг, т. е. действия, которые охватывают подготовку к выпуску, сам выпуск ценных бумаг и отчуждение их первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок, осуществляемых эмитентом самостоятельно или андеррайтером по договору с ним.

Эмиссия охватывает исключительно эмиссионные ценные бумаги. Исходя из определения эмиссионных бумаг, к ним относят акции и облигации. При эмиссии ценных бумаг необходимо учитывать то, что как инвестор, так и эмитент особое значение придают набору имущественных прав, которые закреплены за ними. Поэтому у эмитента возникает возможность комбинировать различные имущественные права и тем самым изменять инвестиционные характеристики ценных бумаг, делая их более привлекательными для инвесторов. А у инвестора появляется возможность сравнивать инвестиционные характеристики предлагаемых ценных бумаг и выбирать те, которые соответствуют его инвестиционным целям.

Участниками этого процесса являются:

- 1) эмитенты;
- 2) инвесторы;
- 3) профессиональные участники рынка ценных бумаг, выполняющие посреднические функции;
- 4) органы, регистрирующие выпуски ценных бумаг.

В качестве эмитента ценных бумаг могут выступать:

- юридические лица (акционерные общества, общества с ограниченной ответственностью, товарищества, производственные кооперативы и др.);
- государство (органы исполнительной власти, к функциям которых по решению Правительства Российской Федерации отнесены составление и (или) исполнение федерального бюджета);
- субъекты Федерации (органы государственной власти, уполномоченные на составление и (или) исполнение бюджета субъекта Федерации);
- муниципальные образования (органы местного самоуправления, уполномоченные на составление и (или) исполнение местного бюджета).

Для каждого типа эмитента цель эмиссии может быть своя, однако можно выделить следующие общие цели эмиссии для всех типов эмитентов: привлечение необходимых денежных средств; реконструкция собственности; секьюритизация задолженности; снижение риска; совершенствование финансового планирования и управления; формирование рациональной структуры капитала. Наиболее важной целью эмиссии следует считать привлечение необходимых денежных средств. Эта цель является приоритетной для всех типов эмитентов.

В настоящее время в России эмиссия ценных бумаг акционерного общества с целью привлечения денежных средств необходима в связи с

существующей экономической ситуацией, нехваткой собственных средств, почти полным отсутствием централизованного инвестирования, относительной дороговизной банковских кредитов.

Привлечение денежных средств как цель эмиссии находит свое проявление также при осуществлении инвестиционной деятельности акционерного общества или расширение его производственно-хозяйственной деятельности. Тогда эмиссии связывают либо с привлечением заемного капитала, либо с увеличением уставного капитала. Эмиссия ценных бумаг связана с первичным рынком. Она предполагает привлечение денежных средств под ценные бумаги, выпускаемые эмитентом. Но не нужно думать, что эмитент связан исключительно с первичным рынком. Осуществляя эмиссию своих ценных бумаг, эмитент должен не только поддерживать вторичный рынок, но и нести свои обязательства перед новыми приобретателями его ценных бумаг. Кто бы ни выступал в роли эмитента при эмиссии ценных бумаг, он должен обеспечивать всех потенциальных покупателей необходимой информацией о предстоящем выпуске. Прежде всего он должен сообщать о виде выпускаемых ценных бумаг и объеме выпуска, имущественных правах, особенностях размещения и обращения.

Процедура эмиссии ценных бумаг акционерными обществами регламентируется: Федеральным законом «Об акционерных обществах» (1995 г.) (с изменениями, внесенными Федеральным законом от 06 апреля 2015 г. № 82-ФЗ); Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» (1996 г.); Федеральным законом «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ; Инструкцией Центрального банка Российской Федерации № 8 «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организациями на территории Российской Федерации» (1996 г.); «Стандартами эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссий» (1998 г.).

Эмиссия ценных бумаг связана с риском для эмитента. Наиболее существенные виды риска следующие:

1) *риск ликвидности:*

- снижение цены размещения (эмиссионной стоимости);
- увеличение комиссионных андеррайтеру;

2) *временной риск:*

- упущено выгодное время для размещения (рынок не готов или «перегрет»);

3) *риск платежа:*

- затягивание оплаты ценных бумаг приобретателями;

– возможность их оплаты не только деньгами, но и другими ценностями;

4) *операционный риск*:

– отсутствие навыков у эмитента;
– неправильный выбор андеррайтера;

5) *риск неразмещения*:

– нет возможности разместить заявленный объем;
– не стоило устанавливать объем размещения, при котором эмиссия считается состоявшейся.

В зависимости от очередности проведения эмиссию принято делить на первичную и последующие (дополнительные).

Первичная эмиссия имеет место тогда, когда образуется акционерное общество и необходимо сформировать уставной капитал. Порядок проведения первичной эмиссии зависит от того, какой способ учредительства законодательно закреплен в той или иной стране. В мировой практике принято различать единовременное (симультанное) и постепенное (суксесивное) учредительство. Учредительство рассматривается как первоначальное превращение денежного капитала в акции, т. е. покупка акций в соответствии с их номиналом. Более простой формой учредительства считается единовременное. При этой форме акционерное общество считается учрежденным только после того, как все выпущенные им акции полностью оплачены. В этом случае уставной капитал образуется за счет взносов учредителей, переданных в оплату акций общества. Как правило, государственная регистрация общества осуществляется после оплаты его учредителями определенной части уставного капитала, которая как бы служит гарантией организации и функционирования общества. Оставшаяся часть уставного капитала, как правило, должна быть оплачена в течение определенного законодательством срока. Именно такой порядок учредительства принят в России. Согласно *Федеральному закону «Об акционерных обществах»* (ст. 34) акции акционерного общества при его учреждении должны быть полностью оплачены в течение срока, указанного в уставе общества. При этом не менее 50 % уставного капитала общества должно быть оплачено к моменту его регистрации, а остальная часть – в течение одного года с момента регистрации. Необходимо подчеркнуть, что первичная эмиссия касается исключительно акций и имеет особое значение для акционерных обществ.

Последующие эмиссии преследуют более широкий круг целей, так как они связаны с финансированием инвестиционной деятельности эмитента и расширением его хозяйственной деятельности. К последующим

эмиссиям эмитент прибегает тогда, когда недостаточно внутренних накоплений (собственных средств). Если первичная эмиссия связана исключительно с привлечением денег, необходимых для формирования уставного капитала, то последующие эмиссии могут использоваться эмитентом не только для привлечения денежных средств, но и для решения других целей.

В зависимости от формы осуществления эмиссию можно разделить на открытую и закрытую.

Открытую эмиссию чаще называют публичной, так как она предполагает предложение выпускаемых ценных бумаг неограниченному кругу потенциальных инвесторов и публичное объявление о предполагаемой эмиссии, сопровождаемое обязательством о раскрытии информации.

Закрытая эмиссия считается частной, или приватной, так как выпускаемые ценные бумаги предлагаются заранее определенному кругу инвесторов, поэтому при ней не требуется, как правило, принимать на себя обязательства по раскрытию информации. Независимо от формы акционерного общества (открытого или закрытого) первичная эмиссия может осуществляться только в закрытой форме.

К достоинствам открытой эмиссии можно отнести, во-первых, *широкие возможности для привлечения дополнительных финансовых ресурсов*. Это напрямую зависит от количества возможных потенциальных инвесторов. При открытом размещении их количество не ограничено, а при закрытом оно заранее ограничено. Особое значение этот фактор приобретает при необходимости финансирования крупномасштабного проекта. Во-вторых, *обеспечение ликвидности ценных бумаг*. С точки зрения эмитентов одним из факторов привлекательности ценной бумаги является степень ее ликвидности, которая определяет возможность для него быстро и без потерь мобилизовать денежные ресурсы в обмен на выпускаемые ценные бумаги. Естественно, что владелец свободно обращающихся акций находится в более предпочтительном положении, чем учредитель закрытого акционерного общества. Помимо этого, эмитенты, сформировавшие ликвидный рынок своих ценных бумаг, имеют возможность более мобильно действовать на фондовом рынке, т. е. в относительно короткие сроки разместить новые выпуски ценных бумаг по приемлемой цене.

Несмотря на существенные преимущества, открытое размещение акций имеет и негативные стороны:

– *потеря контроля над управлением компанией* путем размывания ее акционерного капитала. На сегодняшний день для многих российских компаний это фактор, который во многом тормозит развитие как данных конкретных компаний, так и всего фондового рынка;

– *возрастание издержек по обслуживанию корпоративного капитала* и поддержанию компанией курса своих акций на вторичном рынке – проявляется в необходимости нести издержки по составлению ежеквартальных и годовых отчетов о финансово-хозяйственной деятельности.

Устанавливая объем эмиссии, эмитент должен учитывать объективные ограничения. К их числу можно отнести сохранение в результате дополнительной эмиссии закрепленной доли государства или муниципального образования, а также отдельных акционеров в уставном капитале общества-эмитента, если она равна или выше 25 %. Дополнительный выпуск акций возможен только в том случае, если в уставе есть разделение на размещенные и объявленные акции. Объем их эмиссии должен соответствовать указанному в уставе. Номинальная стоимость всех обыкновенных акций (размещенных и выпущенных дополнительно) должна быть одинаковой. Привилегированные акции в уставном капитале по номинальной стоимости не должны превышать 25 %. Уставной капитал не может превышать чистые активы акционерного общества, а объем выпуска облигаций не должен превышать размер уставного капитала или величину обеспечения, предоставленного третьим лицом.

Выбирая те или иные бумаги, которые могут выступать в качестве объекта эмиссии, следует иметь в виду, что это касается только эмиссионных ценных бумаг. Согласно *Федеральному закону «О рынке ценных бумаг»* к эмиссионным ценным бумагам относят те, которые размещаются отдельными выпусками и имеют одинаковый объем прав независимо от срока их приобретения, т. е. применительно к акционерному обществу эмиссионными ценными бумагами можно считать акции и облигации.

Под процедурой эмиссии ценных бумаг следует понимать выполнение эмитентом установленных действий, а также подготовку специальных документов, которые необходимы для признания эмиссии состоявшейся. Количество этапов и их содержание зависит от двух факторов: а) формы эмиссии; б) необходимости подготовки проспекта эмиссии.

При открытой эмиссии и при подготовке проспекта эмиссии таких этапов может быть восемь.

I этап. Принятие решения о выпуске ценных бумаг. Решение – это специальный документ, который составляет эмитент. Цель этого документа – зафиксировать те имущественные права, которые эмитент закладывает в выпускаемые ценные бумаги. Решение принимается:

- при учреждении;
- росте уставного капитала путем размещения дополнительных акций или увеличения их номинальной стоимости;

- конвертации одних ценных бумаг в другие;
- уменьшении уставного капитала путем снижения номинальной стоимости акций;
- консолидации или дроблении акций;
- при выпуске облигаций;
- при выпуске производных ценных бумаг.

Принятое решение о выпуске ценных бумаг утверждается советом директоров (органом, который по законодательству выполняет эти функции) в срок не позднее шести месяцев с момента принятия решения об их размещении. В принятом документе должна найти отражение следующая информация:

- вид выпускаемых ценных бумаг (категория и тип для акций, серия и транши для облигаций);
- форма выпуска ценных бумаг (документарная или бездокументарная);
- номинальная стоимость;
- права владельца;
- количество ценных бумаг данного выпуска;
- порядок размещения (способ, сроки, цена или порядок ее установления, условия и порядок оплаты, доля, при размещении которой эмиссия ценных бумаг будет считаться состоявшейся, а также порядок возврата средств, переданных в их оплату, если выпуск будет признан несостоявшимся).

II этап. Подготовка проспекта эмиссии. Проспект эмиссии составляется при распределении акций среди учредителей и акционеров, при конвертации и закрытой подписке, если число потенциальных приобретателей превышает 500 и (или) объем эмиссии (номинальная стоимость выпуска) превышает 50 000 МРОТ, а также при открытой подписке.

Проспект эмиссии включает пять разделов:

- А – данные об эмитенте;
- Б – данные о финансовом положении эмитента;
- В – сведения о предыдущих выпусках ценных бумаг;
- Г – сведения о размещаемых ценных бумагах;
- Д – дополнительная информация.

III этап. Независимо от цели и вида эмиссии (открытая или закрытая) выпускаемые эмитентом бумаги подлежат обязательной регистрации. Под государственной регистрацией понимается регистрация:

- утвержденного решения о выпуске ценных бумаг;

– подготовленного проспекта эмиссии в том случае, если выпуск ценных бумаг требует его составления;

– самих ценных бумаг.

Законодательно устанавливается срок, в течение которого эмитент должен предоставить ценные бумаги для регистрации. Эмитент предоставляет необходимые документы в течение *одного месяца* после государственной регистрации юридического лица, когда происходит распределение акций среди учредителей. В такой же срок после принятия решения о выпуске эмитент предоставляет документы на регистрацию при выпуске акций или облигаций, конвертируемых в акции открытым акционерным обществом. В остальных случаях документы на государственную регистрацию должны быть предоставлены в срок не позднее *трех месяцев* с даты утверждения решения об их выпуске.

IV этап. Если эмитент принял решение о выпуске документарных ценных бумаг, то сертификат рассматривается в качестве документа, удостоверяющего права, закрепленные ценной бумагой в том объеме, в котором они установлены решением о выпуске ценных бумаг. Сертификат должен содержать те же реквизиты, что и ценная бумага. К обязательным реквизитам сертификата именной ценной бумаги относится имя (наименование) владельца.

V этап. Размещению подлежат только те эмиссионные ценные бумаги, которые прошли регистрацию в установленном законом порядке. Таким образом, эмитент может начинать размещение ценных бумаг только после их регистрации и не ранее чем через две недели после раскрытия информации о государственной регистрации выпуска и обеспечения всем потенциальным приобретателям возможности доступа к информации, которая отнесена к раскрываемой.

Если для эмиссии ценных бумаг выбрана подписка или конвертация их в акции или облигации, то размещение должно быть завершено в срок, указанный в зарегистрированном решении, который не может превышать *одного года со дня утверждения решения о выпуске ценных бумаг*.

В ходе размещения ценных бумаг эмитент не может разместить больше указанного в проспекте эмиссии количества. В процессе эмиссии он может изменить цену размещения, но не может предоставлять преимущество приобретения ценных бумаг одним инвестором перед другими.

VI этап. Отчет об итогах выпуска ценных бумаг предоставляется после завершения размещения. Окончанием размещения считается:

– наступление указанного в решении срока окончания размещения;

– истечение одного года с даты утверждения решения о выпуске ценных бумаг;

– дата последней сделки с размещаемыми ценными бумагами. Эмитент должен предоставить отчет об итогах выпуска в регистрирующий эмиссию орган не позднее чем через 30 дней после завершения размещения. Регистрация отчета об итогах выпуска акций, распределяемых среди учредителей при образовании акционерного общества, осуществляется одновременно с государственной регистрацией выпуска этих акций.

В отчете об итогах выпуска должна быть отражена следующая информация:

1. Даты начала и окончания размещения. Для распределения среди учредителей и акционеров – дата распределения; при подписке – фактическое начало и окончание размещения; при конвертации – дата фактической конвертации или срок, в течение которого она была фактически осуществлена.

2. Номинальная стоимость каждой ценной бумаги выпуска.

3. Фактическое количество размещенных ценных бумаг. При распределении среди учредителей и акционеров – количество фактически распределенных акций; при подписке отдельно указывается количество фактически размещенных ценных бумаг, оплачиваемых денежными средствами в рублях, иностранной валюте и иным имуществом; при конвертации – количество ценных бумаг, фактически размещенных путем конвертации в них ценных бумаг каждого вида.

4. Цена или цены размещения с указанием количества ценных бумаг, распределяемых по каждой цене размещения.

5. Общий объем поступлений за размещенные ценные бумаги по видам поступивших средств.

6. Если была предусмотрена доля акций, при неразмещении которой выпуск акций признается несостоявшимся, то указывается такая доля.

7. Доля размещенных и неразмещенных ценных бумаг выпуска (в процентах от общего количества ценных бумаг выпуска).

8. Сумма эмиссионного дохода.

9. Сведения о крупных сделках и сделках, в совершении которых имеется заинтересованность.

10. Сведения об акционерах, владеющих не менее чем 2 % голосующих акций общества, а также о руководителях акционерного общества и принадлежащих им акциях.

Регистрация отчета регистрирующим органом должна быть проведена в течение двух недель с даты предоставления отчета эмитентом. При

регистрации отчета эмиссия может быть признана несостоявшейся. Это происходит в том случае, если эмитенту отказано в регистрации или в случае неразмещения предусмотренной обязательной доли размещения акций, а также в случае неразмещения ни одной ценной бумаги выпуска. Если эмиссия признается несостоявшейся, то государственная регистрация выпуска аннулируется, а эмитент должен привести все в исходное положение, т. е. все ценные бумаги данного выпуска подлежат возврату эмитенту, а средства, полученные эмитентом, должны быть возвращены владельцам. Все издержки, связанные с выпуском эмиссионных ценных бумаг, который признан несостоявшимся, и с возвратом средств владельцам, относятся на счет эмитента.

VII этап. Эмитент должен предоставлять отчет об итогах выпуска общему собранию акционеров, на котором он должен быть утвержден. Кроме того, эмитент раскрывает информацию о завершении размещения в установленном порядке.

VIII этап. После регистрации отчета об итогах выпуска дополнительных акций, размещаемых путем подписки, в устав акционерного общества вносятся изменения:

- 1) связанные с увеличением уставного капитала на номинальную стоимость фактически размещенных дополнительных акций;
- 2) увеличением числа размещенных акций соответствующих категорий (типов);
- 3) уменьшением числа объявленных акций соответствующих категорий (типов).

Необходимо иметь представление об определении действительной стоимости ценной бумаги. Действительная стоимость ценной бумаги – это цена, которую ценная бумага «должна была бы иметь», если исходить из всех факторов, влияющих на её формирование (активов, прибыли, перспектив на будущее, уровня руководства компании и т. д.).

Стоимость обыкновенных акций может рассчитываться как дисконтированная стоимость всех ожидаемых денежных дивидендов на протяжении неопределённого периода времени:

$$V = D1 / (1 + Kd)^1 + D2 / (1 + Kd)^2 + + D\sim / (1 + Kd)\sim,$$

где Dt – денежные дивиденды, выплачиваемые в конце периода времени t ;

Ke – требуемая инвестором ставка доходности.

Если же мы собираемся держать у себя акции всего два года, то модель принимает следующий вид:

$$V = D / (1 + Kd)^1 + D2 / (1 + Kd)^2 + P2 / (1 + Kd)^2,$$

где P_2 – ожидаемая продажная цена наших акций по истечении 2 лет.

В этом случае мы предполагаем, что через два года инвесторы будут готовы купить наши акции. В свою очередь, эти будущие инвесторы строят свои суждения относительно стоимости акций на свои ожидания будущих дивидендов и будущей продажной цены этих акций. Иногда бывают ситуации, когда некоторые компании вообще не выплачивают дивиденды, но, несмотря на это, их акции имеют довольно высокую стоимость. Это происходит потому, что инвесторы рассчитывают продать эти акции в будущем по более высокой цене, чем та, которую они уплатили за них.

Модели дисконтирования дивидендов предназначены для вычисления действительной стоимости обыкновенных акций. Существует несколько таких моделей:

1. Дивиденды с постоянным темпом роста. Скачкообразный рост будущих дивидендов может превзойти все наши ожидания. Однако если мы предполагаем, что темпы роста дивидендов будут постоянными, то как это скажется на подходе к оценке акций? Если эту постоянную скорость обозначить как g , тогда уравнение стоимости акции можно записать следующим образом:

$$V = D_0 (1 + g) / (1 + K_d)^1 + D_0 (1 + g)^2 / (1 + K_d)^2 + D_0 (1 + g) \sim / (1 + K_d) \sim,$$

где D_0 – текущая величина дивидендов на одну акцию.

Однако если предположить, что K_e больше, чем g , что обычно и бывает, то формула примет следующий вид:

$$V = D_1 / (K_e - g).$$

Если же мы хотим посчитать, какова требуемая инвестором ставка доходности, то

$$K_e = (D_1 / V) + g.$$

2. Переход к методу оценки акции на основании коэффициентов прибыли. Суть этого метода заключается в том, что в своих расчётах инвесторы часто исходят из той суммы, которую они готовы заплатить за каждый доллар своих будущих доходов. Допустим, что компания каждый год удерживает для развития бизнеса постоянную долю своей прибыли (обозначим эту величину как b). В этом случае коэффициент выплаты дивидендов, получаемый путём деления дивидендов на одну акцию на величину чистой прибыли на одну акцию, также будет постоянным.

$$(1 - b) = D_1 / E_1,$$

где E_1 – величина ожидаемой прибыли на одну акцию за период 1.

Отсюда $D_1 = (1 - b) * E_1$.

Подставив $D1$ в формулу стоимости акции, получим

$$V = ((1 - b) * E1) / (Ke - g).$$

3. Следующая модель дисконтирования – постоянные дивиденды. Особый случай оценочной модели с непрерывным ростом дивидендов соответствует нулевому значению скорости роста ожидаемых дивидендов ($g = 0$). В этой ситуации основное предположение сводится к тому, что дивиденды всегда будут оставаться на их нынешнем уровне. Уравнение запишем в следующем виде:

$$V = D1 / Ke.$$

Процедура эмиссии облигаций такая же, как и процедура эмиссии акций. Удобнее всего приступить к уяснению процедуры определения стоимости облигации с особого их класса, не имеющего конкретного конечного срока погашения – консолей.

Консоли – облигации, которые не имеют определённого срока погашения – бессрочная рента в форме облигации.

Облигации такого рода встречаются крайне редко (например, существуют в Англии), но на их примере можно проиллюстрировать простейшую методику оценки облигаций. Приведённая стоимость бессрочной облигации просто равняется капитализированной стоимости бесконечного потока процентных платежей.

Приведённая стоимость бессрочной облигации будет находиться по формуле

$$V = I / Kd,$$

где V – приведённая стоимость облигации;

I – ежегодные бессрочные выплаты;

Kd – требуемая инвесторами ставка доходности облигации.

При определении стоимости **купонных облигаций** с конечным сроком погашения используется другая формула. Для оценки таких облигаций мы должны учитывать не только поток процентных выплат, но и её номинал, выплачиваемый в момент её погашения. Приведённая стоимость такой облигации будет высчитываться по формуле

$$V = I * PVIFA_{kd,n} + MV * PVIF_{kd,n},$$

где I – ежегодные купонные выплаты по облигации;

MV – номинал облигации (стоимость в момент погашения);

$PVIFA_{kd,n}$ – коэффициент приведённой стоимости аннуитета;

$PVIF_{kd}$ – коэффициент приведённой стоимости;

kd – требуемая инвесторами ставка доходности;

n – количество периодов.

При этом, если требуемая инвесторами ставка доходности по облигации превышает купонную ставку, то стоимость облигации меньше её номинальной стоимости, и наоборот.

Как мы уже рассматривали, существует ещё один вид облигаций – бескупонные облигации.

Бескупонная облигация – это облигация, которая не предусматривает периодических выплат процентов, а продаётся со значительным дисконтом относительно её номинальной стоимости; инвесторы получают выгоды за счёт роста её рыночной цены.

Уравнение определения стоимости бескупонной облигации представляет собой усечённый вариант уравнения, применяемого для обычной облигации. Компонент «приведённая стоимость процентных платежей» исключается из уравнения, и приведённая стоимость облигации оценивается лишь «приведённой стоимостью основного платежа в момент погашения облигации»:

$$V = MV * PVIF kd, n.$$

В то время как некоторые облигации предусматривают выплату процентов один раз в год, существуют облигации, предусматривающие выплату процентов два раза в год и более. Приведённая стоимость таких облигаций высчитывается по другой формуле:

$$V = (I / x) * (PVIFA kd / x, xn) + MV (PVIF kd / x, xn),$$

где X – количество выплат процентов по облигации в год. Привлечение заемного капитала путем выпуска облигаций обеспечивает акционерному обществу следующие преимущества:

1. Эмиссия облигаций не приводит к утрате контроля над управлением обществом (как в случае с выпуском акций).

2. Облигации могут быть эмитированы при относительно невысоких финансовых обязательствах по процентам (в сравнении со ставками процента за банковский кредит или дивидендами по акциям), так как они обеспечены имуществом общества и имеют приоритет в выплате процентов (за счет прибыли до налогообложения).

3. Облигации имеют большую возможность распространения, чем акции, вследствие меньшего уровня риска для инвесторов, поскольку обеспечены имуществом общества.

4. Корпоративные облигации, как правило, обеспечивают привлечение капитала на длительный период (5–10 лет), что позволяет мобилизовать

значительные финансовые ресурсы для реализации крупномасштабных инвестиционных проектов.

В то же время эмиссия облигаций имеет следующие негативные последствия для акционерного общества:

– облигации не могут быть эмитированы для формирования уставного капитала и покрытия временного недостатка денежных средств;

– уровень финансовой ответственности акционерного общества за своевременную выплату процентов и основной суммы долга при погашении облигаций очень высок, так как взыскание этих сумм при длительной просрочке платежей осуществляют через процедуру банкротства;

– после выпуска облигаций вследствие изменения конъюнктуры на финансовом рынке средняя ставка ссудного процента может стать значительно ниже, чем установленный процент выплат по облигационному займу. Это ставит эмитента в невыгодные финансовые условия по сравнению с получателем банковского кредита.

В качестве привлечённых источников финансирования, кроме эмиссии ценных бумаг, современные предприятия используют один из новых видов финансирования капитала – *лизинг*, который является видом предпринимательской деятельности, направленной на инвестирование временно свободных или привлеченных финансовых ресурсов, когда по договору финансовой аренды лизингодатель обязуется приобрести в определенные сроки обусловленное договором имущество и предоставить за плату его лизингополучателю во временное пользование для предпринимательских целей.

Лизинг (англ. leasing, от lease – «сдавать в аренду») – долгосрочная аренда оборудования, машин, транспортных средств, сооружений производственного назначения и др.

Сегодня, согласно Федеральному закону «О лизинге», лизинг – это вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества и передаче его на основании договора лизинга физическим или юридическим лицам за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях, обусловленных договором, с правом выкупа имущества лизингополучателем.

При лизинге обычно собственником имущества, сдаваемого в лизинг, является лизингодатель, но по договору может быть и лизингополучатель. В этом случае предусматриваются специальные лизинговые платежи.

Лизинговый платеж = Амортизация + KB + ДУ + ПК + ИЗ + НДС,

где *ПК* – плата за использованные ресурсы по приобретению;

ИЗ – инвестиции, затраченные лизингодателем на обслуживание;

КВ – комиссионное вознаграждение лизингодателя;

ДУ – плата за дополнительные услуги согласно договору.

По истечении срока договора приобретение объекта может производиться по остаточной стоимости, можно также продлить лизинговый договор или вернуть имущество лизингодателю.

Общий ход лизинговых операций представлен на нижеследующей схеме (рис. 1):

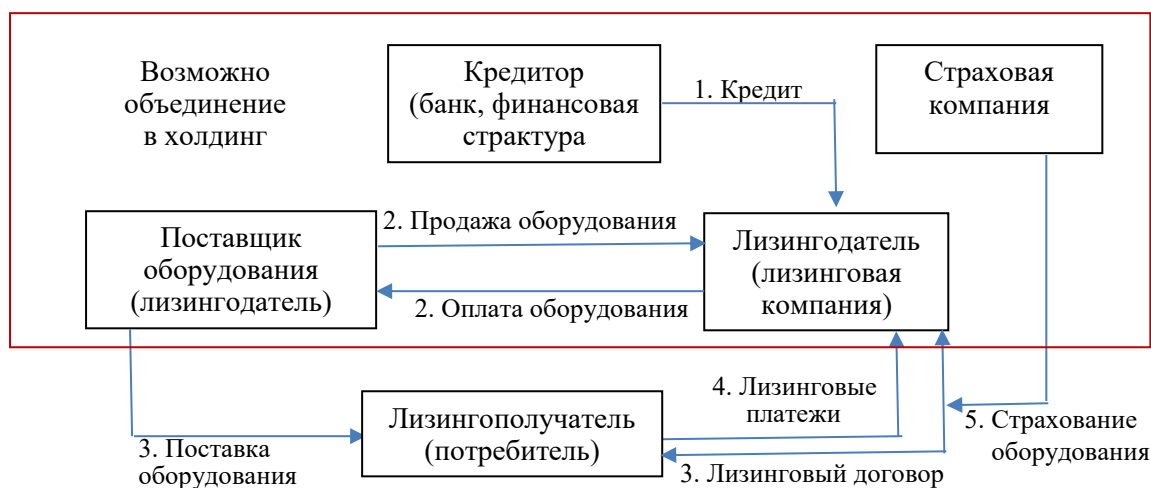


Рис. 1. Общий ход лизинговых операций

Пункт 3 ст. 7 закона «О лизинге» дает следующее определение финансовому лизингу: это вид лизинга, при котором лизингодатель обязуется приобрести в собственность указанное лизингополучателем имущество у определенного продавца и передать лизингополучателю данное имущество в качестве предмета лизинга за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях во временное владение и пользование. При этом срок, на который предмет лизинга передается лизингополучателю, соизмерим по продолжительности со сроком полной амортизации предмета лизинга или превышает его. Предмет лизинга может перейти в собственность лизингополучателя по истечении срока действия договора лизинга или до его истечения при условии выплаты лизингополучателем полной суммы, предусмотренной договором лизинга.

Финансовый лизинг – один из наиболее распространенных видов. Он характеризуется тем, что срок, на который имущество передается во временное пользование, приближается к сроку его службы, отсюда более продолжительный срок лизингового соглашения. По окончании срока действия договора лизинга лизингополучатель может приобрести имущество в собственность по его остаточной стоимости, возобновить договор на льготных

условиях или прекратить договорные отношения. Финансовый лизинг крайне редко заканчивается возвратом имущества, разве что за долги, а зачастую лизингополучатель досрочно выкупает имущество, удачно уклоняясь от целого ряда налоговых начислений, которые сопровождали бы его покупку по стандартной схеме.

Итак, основные признаки, характеризующие финансовый лизинг, состоят в следующем:

- лизингодатель приобретает имущество не для собственного использования, а специально для передачи его в лизинг;
- право выбора имущества и его продавца принадлежит пользователю;
- продавец имущества знает, что имущество специально приобретается для сдачи его в лизинг; имущество непосредственно поставляется пользователю и принимается им в эксплуатацию;
- претензии по качеству имущества, его комплектности, исправлению дефектов в гарантийный срок лизингополучатель направляет непосредственно продавцу имущества;
- риск случайной гибели и порчи имущества переходит к лизингополучателю после подписания акта приемки-сдачи имущества в эксплуатацию.

Лизинг интересен всем субъектам лизинговых отношений: потребителю оборудования, инвестору, представителем которого в данном случае является лизинговая компания, государству, которое может использовать лизинг для направления инвестиций в приоритетные отрасли экономики, и, наконец, банку, который в результате лизинга может рассчитывать на уверенную долгосрочную прибыль.

Основные преимущества лизинга наиболее актуальны с учетом особенностей экономической ситуации, сложившейся в России на данном этапе.

Преимущества лизинга для государства:

1. При сложившейся экономической ситуации и острой необходимости в оживлении инвестиционной активности проблема развития лизинга приобретает для государства особую актуальность.

2. Лизинг – важный инструмент мобилизации инвестиционных ресурсов, повышения инвестиционной активности экономики, а в нынешних российских условиях – и преодоления глубокого инвестиционного кризиса.

3. Лизинг является важным инструментом расширения платежеспособного спроса.

4. Лизинг – важное средство ускорения оборачиваемости и накопления капитала и научно-технического прогресса, повышения темпов развития и роста эффективности экономики страны.

5. Это средство укрепления связей банковского капитала с производством.

6. Он обеспечивает посредством своего механизма гарантированное использование инвестиционных ресурсов на цели переоснащения производства.

Преимущества лизинга для продавцов лизингового имущества:

1. В развитии лизинга заинтересованы не только лизингополучатели как потребители оборудования, но и действующие производства, поскольку за счет лизинга расширяется рынок сбыта производимого ими оборудования.

2. Увеличивается доход от реализации запчастей к лизинговому оборудованию, осуществление его сервиса и модернизации.

3. Лизинг обеспечивает канал обратной связи. В ходе кратковременного использования оборудования выявляются его конструктивные недостатки.

4. Лизинг способствует форсированию темпов обновления выпускаемой продукции.

5. Лизинг создает возможность временно избавиться от неиспользуемого оборудования.

6. Он обеспечивает удобство расчета. Продавец может, не прибегая к коммерческому кредиту, получить всю сумму сразу.

7. Снижается риск возможного неплатежа. Так как финансирование сделки является функцией лизинговой компании, то она же решает и проблему гарантий.

8. Лизинг – эффективная реклама. Потенциальный покупатель может на своем опыте убедиться в возможностях предлагаемого оборудования не по рекламным проспектам, а на деле – в эксплуатации.

Преимущества лизинга для лизингополучателя:

1. При наличии рентабельного проекта потребитель имеет возможность получить оборудование и начать то или иное производство без крупных единовременных затрат. Это особенно актуально для начинающих мелких и средних предпринимателей.

2. Уменьшение размеров налога на имущество предприятий, поскольку стоимость объектов лизинга, хотя это и необязательно, но в большинстве случаев отражается в активе баланса лизингодателя.

3. У лизингополучателя упрощается бухгалтерский учет, так как по основным средствам, начислению амортизации, выплате части налогов и управлению долгом учет осуществляет лизинговая компания.

4. Лизинг предполагает 100 %-ное кредитование и не требует немедленного начала платежей. При использовании обычного кредита для покупки имущества предприятие должно было бы около 15 % стоимости покупки оплачивать за счет собственных средств. При лизинге контракт заключается на полную стоимость имущества. Арендные платежи обычно начинаются после поставки имущества арендатору либо позже.

5. Гораздо проще получить контракт по лизингу, чем ссуду. Особенно это относится к мелким и средним предприятиям. Некоторые лизинговые компании даже не требуют от арендатора никаких дополнительных гарантий. Предполагается, что обеспечением сделки служит само оборудование. При невыполнении арендатором своих обязательств лизинговая компания сразу же забирает свое имущество.

6. Лизинговое соглашение более гибко, чем ссуда. Ссуда всегда предлагает ограниченные сроки и размеры погашения. При лизинге арендатор может рассчитывать поступление своих доходов и выработать с арендодателем соответствующую удобную для него схему финансирования. Платежи могут быть ежемесячными, ежеквартальными и так далее, суммы платежей могут отличаться друг от друга. Иногда погашение может осуществляться после получения выручки от реализации товаров, произведенных на оборудовании, взятом в лизинг. Ставка может быть фиксированной и плавающей. Ввиду того что лизинговые платежи осуществляются по фиксированному графику, предприятие-арендатор имеет большие возможности координировать затраты на финансирование капитальных вложений и поступлений от реализации выпускаемой продукции, чем это имеет место, например, при купле-продаже оборудования. Все это способствует стабильности финансовых планов арендатора.

7. Риск устаревания оборудования целиком ложится на арендодателя. Арендатор имеет возможность постоянного обновления своего парка оборудования. Лизинговые соглашения могут предусматривать обязательства арендодателя произвести ремонт и технологическое обслуживание оборудования. Это особенно важно при лизинге сложного оборудования, требующего привлечения высококвалифицированного персонала для пусконаладочных работ, ремонта и обслуживания. Практически на условиях лизинга

можно получить объект «под ключ», предоставив осуществление всех формальностей лизинговой компании, и благодаря этому сконцентрировать усилия на решении других вопросов.

8. В случае лизинга арендатор может использовать сразу гораздо больше производственных мощностей, чем при покупке. Временно высвобожденные благодаря лизингу деньги он может пустить на какие-либо другие цели. Смягчается проблема ограниченности ликвидности средств, затраты на приобретение оборудования равномерно распределяются на весь срок действия договора. Высвобождаются средства для вложения в другие виды активов.

9. Ко всем перечисленным случаям можно добавить и вариант, при котором банк сам становится лизингополучателем. Это весьма выгодно для банка, так как при этом облегчается баланс банка, что, в свою очередь, положительно отражается на экономических показателях, характеризующих банковскую деятельность. Например, при лизинге стоимость незавершенного производства постепенно включается в себестоимость и не будет пагубно влиять на категорию «капитал», а, следовательно, на расчеты обязательных экономических нормативов деятельности кредитных организаций.

Преимущества лизинга для лизингодателя:

1. Для лизинговых компаний как инвесторов лизинг обеспечивает необходимую прибыль на вложенный капитал при более низком риске (по сравнению с обычным кредитованием) за счет действенной защиты от неплатежеспособности клиента.

2. До завершающего платежа лизингодатель остается юридическим собственником оборудования, так что в случае срыва расчетов может потребовать это оборудование и реализовать его для погашения убытков. В случае банкротства лизингополучателя оборудование также в обязательном порядке возвращается лизинговой компании.

3. Лизингодателем передаются лизингополучателю не денежные ресурсы, контроль над использованием которых не всегда возможен, а непосредственно средства производства.

4. Лизингодатель частично освобождается от уплаты таможенных пошлин и налогов в отношении временно ввозимой на территорию РФ продукции, являющейся объектом международного лизинга.

5. Возможность получения налоговых льгот, предусмотренных во многих странах для лизинговых компаний, поскольку те обеспечивают доступ к необходимому финансированию новым, малым и средним предприятиям. Перечисленные преимущества лизинга обусловлены тем, что ответственность на имущество гарантирует лизингодателю обеспечение сделки.

Это особенно важно в тех странах, где (как и в России) плохо развито залоговое законодательство. Поскольку лизингодатель сам приобретает сдаваемое в аренду оборудование у поставщика, лизингополучатель не имеет возможности использовать лизинговый кредит на иные цели. Простота оформления сделки позволяет лизинговым компаниям эффективно увеличивать объемы лизинга. А поскольку лизинговые компании не являются депозитными учреждениями, регулирование их деятельности требует меньшей жесткости, чем в случае контроля деятельности банковских учреждений. Не случайно многие правительства содействуют развитию лизинга, рассматривая его как один из способов увеличения инвестиций. Кроме того, лизинг расширяет конкуренцию на рынке финансовых услуг и способствует снижению их цены.

Сравнивая экономические преимущества финансового лизинга с другими вариантами привлечения средств для создания нового предприятия, важно учитывать фактор времени. Самое главное и ответственное – это оценка размеров платежеспособного спроса на ту продукцию или услуги, которые будут создаваться на взятом в лизинг оборудовании. Если оценка выполнена квалифицированно, то лизинг оборудования позволяет существенно приблизить момент реализации товаров или оказания услуг, т. е. найденная на рынке ниша начинает заполняться товарами и услугами нового производителя. Если момент реализации будет отложен или потенциальный производитель в течение года-двух будет занят накоплением средств, то эта ниша будет заполнена другими предпринимателями. Приближение момента реализации – существенный вклад в успех начатого дела. Таким образом, лизинг оборудования – ступенька к упрочению положения нового предпринимателя на рынке, и, с другой стороны, лизинг позволяет сравнительно безболезненно отказаться от дальнейшей реализации проекта, если оценка платежеспособного спроса оказалась неверной.

Тема 5. Стоимость капитала предприятия

Капитал является одним из факторов производства наряду с природными и трудовыми ресурсами. *Капитал* – это стоимость, авансируемая в производство с целью получения прибыли. Стоимость капитала характеризует уровень рентабельности инвестированного капитала, необходимого для обеспечения высокой рыночной стоимости предприятия. Принятие многих решений в финансовом менеджменте базируется на анализе цены капитала фирмы. Мобилизация того или иного элемента пассивов (источников средств) для финансирования активов связана с определёнными расходами:

- акционерам необходимо выплачивать дивиденды;
- владельцам корпоративных облигаций – проценты;
- банкам – проценты за предоставленные кредиты и т. д.

Структура источников финансирования активов существенно различается по видам предприятий и сферам предпринимательской деятельности. Неодинакова также цена привлечения каждого источника.

Многообразие источников и условий предоставления заемного капитала в форме банковских кредитов предполагает необходимость сравнительной оценки эффективности формирования заемных средств. Основу такой оценки составляет расчет стоимости привлекаемых заемных средств с учетом их элементов. Оценка стоимости заемного капитала имеет ряд особенностей, главными из которых являются:

– *сравнительная простота формирования базовой оценки стоимости заемных средств.* Базовым показателем, который в последующем подвергают корректировке, служит стоимость обслуживания долга в форме процента за банковский кредит. Данный показатель оговаривают в кредитном договоре между заемщиком и банком;

– *учет в процессе оценки стоимости заемного капитала налогового корректора.* Это связано с тем, что выплаты по обслуживанию долга (проценты за кредит) включают в состав операционных расходов. Таким образом, понижают размер налогооблагаемой прибыли и стоимость заемных средств на ставку налога на прибыль;

– *привлечение заемного капитала всегда вызывает обратный денежный поток не только по уплате процентов, но и по погашению основной суммы долга.* Обратные денежные потоки генерируют кредитный и процентный риски. Данные риски проявляются независимо от форм и условий привлечения заемных средств. Например, ставка процента по долгосрочному кредиту во всех его формах всегда выше, чем по краткосрочному;

– стоимость привлечения заемного капитала взаимосвязана с оценкой кредитоспособности заемщика банком. Чем выше уровень его кредитоспособности по оценке кредитора, тем ниже стоимость привлекаемого корпорацией заемного капитала. Следует помнить, что минимальную ставку процента за кредит устанавливают для первоклассного заемщика.

Стоимость банковского кредита определяют на основе процентной ставки («цены кредита»), которая формирует основные расходы заемщика по обслуживанию долга.

Данная ставка в процессе оценки требует ряда уточнений. Она должна быть:

- увеличена на размер других затрат заемщика, обусловленных кредитным договором (например, страхование кредита за счет заемщика);
- понижена на ставку налога на прибыль с целью отражения реальных расходов заемщика по привлечению кредита.

С учетом этих положений стоимость заемного капитала определяют по формуле

$$C_{зк} = \frac{СП(1 - H_n)}{1 - Ур_{\text{бк}}},$$

где – стоимость капитала, привлекаемого с помощью банковского кредита, %;

$СП$ – ставка процента по кредиту, %;

H_n – ставка налога на прибыль, доли единицы;

$Ур_{\text{бк}}$ – уровень расходов заёмщика по привлечению банковского кредита в общей его сумме, доли единицы.

В бухгалтерском учете **затраты**, связанные с размещением облигационных займов, состоят:

- из процента, дисконта по причитающимся к оплате облигациям;
- комиссионного вознаграждения финансовому посреднику (андеррайтеру);
- дополнительных расходов по выпуску и размещению долговых обязательств (например, осуществление копировально-множительных работ, оплата налогов и сборов, проведение экспертиз, оплата услуг связи и т. д.).

Задолженность по размещенным заемным обязательствам показывают с учетом причитающихся на конец отчетного периода к уплате процентов согласно проспекту эмиссии облигаций. По размещенным облигациям акционерное общество-эмитент отражает номинальную стоимость

выпущенных и реализованных заемных обязательств как кредиторскую задолженность. При начислении дохода по облигациям в форме процентов эмитент указывает кредиторскую задолженность по проданным заемным обязательствам с учетом причитающегося к оплате на конец отчетного периода процента по ним.

Начисление причитающегося дохода (процентов или дисконта) по размещенным облигациям эмитент отражает в составе операционных расходов в тех отчетных периодах, к которым относятся данные начисления. Для равномерного (ежемесячного) включения сумм причитающегося к уплате заимодавцу дохода по проданным облигациям эмитент вправе предварительно учесть указанные суммы в составе расходов будущих периодов. Включение заемщиком дополнительных затрат, связанных с размещением облигационных займов, производят в том отчетном периоде, в котором были произведены указанные расходы. Дополнительные затраты могут предварительно учитываться как дебиторская задолженность с последующим отнесением их в состав операционных расходов в течение срока погашения указанных выше заемных средств.

Стоимость заемного капитала, привлекаемого за счет эмиссии корпоративных облигаций, оценивают на основе ставки купонного процента, формирующей сумму периодических купонных выплат. Если облигацию продают на иных условиях, то базой оценки выступает сумма дисконта по ней, выплачиваемая при погашении.

В первом случае оценку осуществляют по формуле

$$ЗК_o = \frac{C_{кп} (1 - H_n)}{1 - Z_э},$$

где $ЗК_o$ – стоимость капитала, привлекаемого с помощью эмиссии купонных облигаций;

$C_{кп}$ – ставка купонного процента, %;

H_n – ставка налога на прибыль, доли единицы;

$Z_э$ – затраты на эмиссию в общей сумме эмиссии, доли единицы.

Во втором случае расчет стоимости облигационного займа производят по формуле

$$ЗК_o = \frac{D * 100}{(H_o - D)(1 - Y_{3э})},$$

где $ЗК_o$ – стоимость капитала, привлекаемого с помощью эмиссии дисконтных облигаций, %;

D – дисконт по облигации, руб.;

H_o – номинал облигации, руб.;

$У_{зэ}$ – уровень эмиссионных затрат по отношению к сумме привлеченных за счет эмиссии облигаций денежных средств, доли единицы.

Стоимость привлечения дополнительного капитала за счет эмиссии обыкновенных акций определяется следующими показателями:

- суммой дополнительной эмиссии обыкновенных акций;
- суммой дивиденда, выплаченного в отчетном периоде на одну обыкновенную акцию;
- планируемым индексом роста выплат чистой прибыли акционерам в форме дивидендов;
- прогнозируемыми затратами по эмиссии обыкновенных акций. Расчет стоимости дополнительного капитала, привлекаемого с помощью эмиссии обыкновенных акций ($СК_{oa}$), рекомендуют осуществлять по формуле

$$СК_{oa} = \frac{K_{oa} * D_{oa} * I * 100}{\sum СК_{oa} (1 - З_э)}$$

где $СК_{oa}$ – стоимость собственного капитала, привлекаемого за счет выпуска обыкновенных акций, %;

K_{oa} – количество дополнительно выпускаемых обыкновенных акций, шт.;

D_{oa} – сумма дивиденда, приходящегося на одну обыкновенную акцию в отчетном периоде, руб.;

I – планируемый индекс роста дивидендов из чистой прибыли акционерам;

$\sum СК_{oa}$ – сумма собственного (акционерного) капитала, привлекаемого за счет выпуска обыкновенных акций;

$З_э$ – затраты на эмиссию обыкновенных акций по отношению к общей сумме эмиссии акций, доли единицы.

Исходя из этих особенностей, стоимость дополнительно привлекаемого капитала за счет эмиссии привилегированных акций определяют по формуле

$$СК_{na} = \frac{D_{na} * 100}{\sum СК_{na} (1 - З_э)}$$

где $СК_{na}$ – стоимость собственного капитала, привлекаемого с помощью привилегированных акций, %;

D_{na} – сумма дивидендов, предусмотренных к выплате в соответствии с уставными обязательствами общества;

Z_9 – эмиссионные затраты, выраженные в долях единицы по отношению к общей сумме эмиссии.

В процессе привлечения данного вида собственного капитала следует учитывать, что по стоимости он является самым дорогим, так как затраты по его обслуживанию не понижают налогооблагаемую прибыль, а премия за финансовый риск наиболее высока, поскольку эта часть капитала при банкротстве акционерного общества защищена в минимальной степени.

В отличие от внешних источников долевого и долгового финансирования нераспределённая прибыль служит внутренним источником. На первый взгляд кажется, что это бесплатный источник, не связанный с финансовым рынком. Чистая (нераспределённая) прибыль (после налогообложения) принадлежит владельцам компании (её акционерам). Именно они решают, вложить ли денежные средства в производство или направить их на выплату дивидендов. В результате нераспределённую прибыль рассматривают как собственный капитал, вкладывая в который, акционеры желают получить дополнительный доход (прибыль). Поэтому стоимость нераспределённой прибыли обычно приравнивают к стоимости капитала, полученного от размещения обыкновенных акций. Компания-эмитент вынуждена нести дополнительные расходы, связанные с размещением нового выпуска акций. При мобилизации внутренних источников финансирования (нераспределённой прибыли) эти расходы отсутствуют.

Стандартная формула для вычисления средневзвешенной цены капитала (ССК или WACC) следующая:

$$WACC = \sum_{i=1}^n C_i * Y_i$$

Где C_i – цена i -го источника, %;

Y_i – удельный вес i -го источника в их общем объеме, доли единицы;

n – количество источников ($i = 1, 2, 3, \dots, n$).

WACC используют для принятия управленческих решений:

– при дисконтировании денежных потоков по реальному проекту в процессе приведения их будущей стоимости к настоящей и определения чистого приведённого эффекта (NPV). Если NPV больше нуля, то проект допускают к дальнейшему рассмотрению;

– при сравнении WACC с внутренней нормой доходности (IRR) проекта. Если IRR больше WACC, то проект может быть одобрен как обеспечивающий интересы инвесторов и кредиторов. При $IRR = WACC$ инвестор

безразличен к данному проекту. При условии IRR меньше WACC, проект отвергают как убыточный для инвестора;

– при решении вопроса о слиянии и поглощении компании. Поглощение целесообразно, если WACC поглощающей компании меньше WACC поглощаемой компании.

Стоимость капитала предприятия выступает критерием лизинговых операций, т. е. выбора между единовременной оплатой приобретаемого оборудования или взятием его в долгосрочную аренду с правом последующего выкупа (финансовый лизинг). Если стоимость обслуживания лизинга превышает цену капитала предприятия, то применение финансового лизинга становится невыгодным. WACC является измерителем рыночной стоимости фирмы. Снижение цены капитала приводит к росту её рыночной стоимости, и наоборот.

Тема 6. Структура капитала предприятия и политика её оптимизации

Структура капитала представляет собой соотношение между всеми собственными и заёмными источниками средств (включая кредиторскую задолженность), т. е. его финансовую структуру.

Управление структурой капитала является одной из наиболее важных и сложных задач финансового менеджмента. Оно заключается в создании смешанной структуры капитала, представляющей такое оптимальное соотношение собственных и заёмных источников, при котором минимизируются общие капитальные затраты и максимизируется рыночная стоимость предприятия. Решение использовать или не использовать заёмные средства в качестве дополнительного источника финансирования обуславливает возникновение двух видов риска: производственного и финансового. Производственный риск зависит от влияния различных факторов, важнейшими из которых являются динамика спроса и цены на продукцию, размер затрат на ее производство и удельного веса постоянных затрат в общей сумме затрат на предприятии (операционный рычаг).

Действие операционного рычага проявляется в том, что любое изменение выручки приводит к ещё большему изменению прибыли. Данная зависимость носит нелинейный характер, поэтому найти оптимальное сочетание постоянных и переменных затрат нелегко. Чем выше доля постоянных расходов в составе себестоимости продукции, тем выше уровень операционного рычага. Для предприятий с большой долей постоянных расхо-

дов незначительное изменение объёма производства может привести к существенному изменению прибыли. Если удельный вес постоянных затрат в себестоимости продукции велик, то небольшое снижение объёма реализации приводит к значительному падению рентабельности акционерного капитала предприятия. Если выручка от реализации увеличивается, а удельный вес постоянных затрат снижается, сила воздействия операционного рычага убывает: каждый процент прироста выручки даёт меньший процент прироста прибыли. Таким образом, операционный рычаг представляет собой потенциальную возможность влиять на прибыль путём изменения структуры себестоимости и объёма выпуска продукции.

Сила воздействия операционного рычага = валовая маржа / прибыль.

Валовая маржа – дополнительная прибыль, полученная от роста объёма выручки при неизменных постоянных затратах.

Сила воздействия операционного рычага больше на предприятиях с высокой степенью технической оснащённости за счёт большой величины амортизационных отчислений, а также на предприятиях со значительным объёмом заёмных средств – за счёт увеличения расходов по их обслуживанию. Чем выше операционный рычаг предприятия, тем больше его производственный риск, т. е. риск неполучения прибыли и покрытия произведённых затрат.

Действие финансового рычага характеризует целесообразность и эффективность использования предприятием заёмных средств как источника долгосрочного финансирования хозяйственной деятельности. Финансовый рычаг представляет собой потенциальную возможность влиять на прибыль предприятия путём изменения объёма и структуры долгосрочных пассивов. Действие финансового рычага заключается в том, что предприятие, использующее заёмные средства, изменяет чистую рентабельность собственных средств и свои дивидендные возможности.

Эффект финансового рычага определяется как приращение к чистой рентабельности собственных средств, получаемое за счёт использования кредита:

$$\text{ЭФР} = (1 - T_c) * (R_a - p) * (ЗК : СК),$$

где ЭФР – сила воздействия финансового рычага (прирост рентабельности собственного капитала), %;

T_c – ставка налога на прибыль;

R_a – экономическая рентабельность активов;

p – средняя расчётная процентная ставка за кредит;

$ЗК$ – доля заёмного капитала в структуре капитала;

$СК$ – доля собственного капитала в структуре капитала.

В формуле можно выделить три основные составляющие:

– налоговый корректор $(1 - T_c)$ показывает влияние налогообложения на эффект финансового рычага;

– дифференциал финансового рычага $(R_a - p)$ характеризует разницу между коэффициентом валовой рентабельности активов и средней расчётной ставкой за кредит;

– сила воздействия, или плечо рычага $(ЗК : СК)$, отражает сумму заёмного капитала, используемого предприятием, приходящуюся на единицу собственного капитала.

Главным из них является дифференциал финансового рычага, особенностью которого является высокий динамизм. Эффект финансового рычага проявляется в том случае, если он является положительной величиной; чем выше положительное значение дифференциала, тем выше эффект финансового рычага.

Формула эффекта финансового рычага позволяет определить безопасный для предприятия объём заёмных средств, наиболее выгодные условия кредитования и приемлемую ставку ссудного процента, а также облегчает налоговое бремя. Кредит будет выгодным для предприятия тогда, когда он увеличит эффект финансового рычага.

По мере одновременного увеличения силы воздействия операционного и финансового рычагов всё менее значительные изменения объёма реализации и выручки приводят ко всё более крупным изменениям чистой прибыли на акцию. Это находит выражение в умножении двух сил – операционного (ЭОР) и финансового (ЭФР) рычагов и появлении общего операционно-финансового рычага (ЭОФР):

$$\text{ЭОФР} = \text{ЭОР} * \text{ЭФР}.$$

Он показывает общий риск для данного предприятия, связанный с возможным недостатком средств для покрытия текущих расходов и расходов по обслуживанию внешних источников средств. Для того чтобы уровень операционного рычага был выгодным для держателей обыкновенных акций, объём реализации должен превышать точку безубыточности.

Существует два основных подхода к определению оптимальной структуры капитала компании – традиционный и теория Модильяни – Миллера.

Последователи первого подхода считают, что:

– стоимость капитала фирмы зависит от его структуры;

– существует оптимальная структура капитала, минимизирующая значение WACC и, следовательно, максимизирующая рыночную стоимость фирмы.

Средневзвешенная стоимость капитала зависит от стоимости его составляющих, обобщенно подразделяемых на два вида – собственный и заёмный капитал. В зависимости от структуры капитала стоимость каждого из этих источников меняется, причём темпы изменения различны. Многочисленные исследования показали, что умеренный рост доли заёмных средств, т. е. некоторое повышение финансового риска, не вызывает немедленной реакции акционеров в плане увеличения требуемой доходности, однако при превышении некоторого порога безопасности ситуация меняется и акционеры начинают требовать большей доходности для компенсации риска. Одновременно и стоимость заёмного капитала, оставаясь сначала практически неизменной, при определённом изменении состава источников начинает возрастать. Поскольку стоимость заёмного капитала в среднем ниже, чем стоимость собственного капитала, существует структура капитала, называемая оптимальной, при которой показатель WACC имеет минимальное значение, а, следовательно, рыночная стоимость фирмы будет максимальной.

Основоположники второго подхода, Модильяни – Миллера (1958 г.), утверждают обратное: при некоторых условиях рыночная стоимость фирмы и стоимость капитала не зависят от его структуры, а следовательно, их нельзя оптимизировать, нельзя и наращивать рыночную стоимость фирмы за счёт изменения структуры капитала. Последнее утверждение иногда называют «принципом пирога»: можно по-разному делить пирог, но его величина при этом не меняется.

При обосновании своего подхода Модильяни и Миллер ввели в явном и неявном виде ряд ограничений:

– предполагается наличие эффективного рынка капитала, подразумевающего, в частности, бесплатность информации, её равнодоступность для всех заинтересованных лиц, отсутствие трансакционных расходов, возможность любого дробления ценных бумаг, рациональность поведения инвесторов;

– компании эмитируют только два типа обязательств – долговые с безрисковой ставкой и акции (рисковый капитал);

– физические лица могут осуществлять ссудо-заёмные операции по безрисковой ставке;

– отсутствуют затраты, связанные с банкротством;

– считается, что все компании находятся в одной группе риска;

- ожидаемые денежные потоки представляют собой бессрочные аннуитеты (т. е. рост доходов не предполагается);
- отсутствуют налоги.

Очевидно, что некоторые из этих ограничений вряд ли можно назвать реалистичными, однако исследования показали, что это не оказывает существенного влияния на основные выводы, полученные Модильяни и Миллером.

Модель Модильяни – Миллера без учёта налогов

Модильяни и Миллер начали свой анализ, допустив отсутствие каких-либо налогов на доходы корпораций или частных лиц. Исходя из этого, они выдвинули и алгебраически доказали два утверждения:

Утверждение 1. Стоимость фирмы определяется путём капитализации её чистой операционной прибыли (*EBIT*, при $T = 0$) с постоянной ставкой, соответствующей классу риска фирмы:

$$Vl = Vu = EBIT / WACC = EBIT / Ksu,$$

где Vl – рыночная стоимость финансово зависимой компании;

Vu – рыночная стоимость финансово независимой компании (т. е. не привлекающей заёмный капитал);

Ksu – требуемая доходность для фирмы, не использующей заёмный капитал.

Предполагается, что обе фирмы находятся в одном классе риска.

Поскольку V , как определено формулой, – величина постоянная, то по модели Модильяни – Миллера при отсутствии налогов стоимость фирмы не зависит от способа её финансирования. Это означает, что:

1) средневзвешенная цена капитала для любой фирмы, с использованием заёмного капитала или без него, совершенно не зависит от структуры её капитала;

2) WACC для всех фирм одной группы риска равна цене акционерного капитала финансово независимой фирмы из той же группы риска.

Утверждение 2. Цена акционерного капитала финансово зависимой фирмы равна сумме цены акционерного капитала финансово независимой фирмы той же группы риска и премии за риск, величина которой зависит как от разницы между ценами акционерного и заёмного капитала для финансово независимой фирмы, так и от уровня финансового левериджа, т. е. от соотношения заёмного и собственного капитала:

$$Ksl = Ksu + \text{премия за риск} = Ksu + (Ksu - kd) * D / S,$$

где Ksl – цена акционерного капитала финансово зависимой фирмы;

D – рыночная оценка заёмного капитала фирмы;
 S – рыночная оценка акционерного капитала фирмы;
 kd – постоянная цена заёмного капитала.

Утверждение 2 констатирует, что по мере увеличения доли заёмного капитала цена её акционерного капитала также увеличивается. Рассматриваемые вместе два утверждения Модильяни и Миллера означают, что увеличение доли заёмного капитала в структуре источников не увеличивает стоимость фирмы, так как выгоды от более дешёвого заёмного капитала будут в точности уравновешены увеличением степени риска и, следовательно, цены её акционерного капитала. Таким образом, *теория Модильяни – Миллера утверждает, что в отсутствие налогов как стоимость фирмы, так и общая цена её капитала не зависят от структуры источников.*

Модель Модильяни – Миллера с учётом налогов на доходы юридических лиц

В 1963 г. Модильяни и Миллер опубликовали вторую статью, посвящённую структуре капитала, в которой рассмотрели ситуацию, когда не накладывается условие об отсутствии налогов. В этом случае структура капитала уже оказывает влияние на рыночную стоимость фирмы. Их разработки вновь представлены в виде двух утверждений.

Утверждение 1. Рыночная стоимость финансово зависимой компании равна сумме рыночной стоимости финансово независимой компании той же группы риска и эффекта финансового леведреджа, равного производству ставки налога на прибыль и величины заёмного капитала в рыночной оценке

$$V = VU + T_c * D.$$

Модель, описанная этой формулой, иногда называется идеальной моделью Модильяни – Миллера рыночной стоимости финансово зависимой компании в том смысле, что она построена при идеальных условиях, не учитывающих влияния некоторых весьма существенных факторов, а именно возрастания риска возможных финансовых затруднений и затрат, обусловленных агентскими отношениями.

Утверждение 2. Стоимость собственного капитала финансово зависимой компании представляет собой сумму стоимости собственного капитала аналогичной (по доходу и уровню риска) финансово независимой компании и премии за риск, равной произведению разницы в значениях стоимости собственного и заёмного капитала на величину финансового леведреджа с поправкой, учитывающей экономию на налогах:

$$K_{sl} = K_{su} + \text{премия за риск} = K_{su} + (K_{su} - K_d) * D / S * (1 - T_c).$$

В результате цена акционерного капитала увеличивается с меньшей скоростью, чем при отсутствии налогообложения, поэтому рост доли заёмных средств в структуре капитала приводит к снижению стоимости привлечённого капитала и увеличивает стоимость фирмы с повышением уровня финансового левериджа.

В 1976 г. Миллер разработал модель, отражающую влияние заёмного финансирования на стоимость фирмы с учётом налогов на физические и юридические лица. В расчёт были приняты налог на личный доход от владения акциями и налог на личный доход от предоставления займов. Согласно модели Миллера стоимость финансово независимой фирмы определяется по формуле

$$V_u = EBIT (1 - T_c) * (1 - T_s) / K_{su}.$$

Главный вывод из модели Миллера заключается в том, что учёт налогов на личные доходы уменьшает выгоду от привлечения заёмных источников, так как введение налогов снижает доход, остающийся в распоряжении инвесторов, и стоимость фирмы уменьшается. Основные положения теории Модильяни – Миллера подвергаются критике многих экономистов. Главным её недостатком является несоответствие большинства теоретических допущений реальной ситуации, складывающейся на рынках.

Критика модели Модильяни – Миллера

Выводы из модели Модильяни – Миллера логически следовали из их первоначальных допущений. Однако как учёные, так и финансовые работники фирм выражают сомнение в отношении достоверности этих моделей, и фактически ни одна фирма не следует строго их рекомендациям. Модели Модильяни – Миллера с нулевыми налогами приводят к выводу о том, что структура капитала не имеет значения, тем не менее, можно видеть некоторые закономерности в структуре капитала в разных отраслях. Основные возражения следующие:

- Модели Модильяни – Миллера подразумевают абсолютную идентичность корпорационного и личного финансового левериджа. Однако частное лицо, инвестирующее средства в акции финансово зависимой фирмы за счёт собственных источников, менее уязвимо с точки зрения возможных потерь и несёт более ограниченную ответственность, чем в том случае, если оно увеличивает уровень своего личного финансового левериджа за счёт получения кредита.
- Модели Модильяни – Миллера пренебрегают брокерскими затратами. Однако в реальном мире имеются и брокерские, и другие транзакционные затраты.

Модильяни и Миллер первоначально допустили, что корпорации и инвесторы могут привлекать заёмные средства по безрисковой ставке. Хотя некоторые экономисты ввели в расчёты поправку на риск, связанный с предоставлением займов. Для того чтобы прийти к тем выводам, которые вытекают из моделей Модильяни – Миллера, необходимо всё же накладывать ограничение: процентная ставка при привлечении заёмных средств должна быть одинаковой для корпораций и инвесторов.

- Модели Модильяни – Миллера не предусматривают затрат, связанных с финансовыми затруднениями. Кроме того, они игнорируют агентские затраты.

Таким образом, модели Модильяни – Миллера не совсем соответствовали действительности, что привело к появлению компромиссных моделей, учитывающих ряд недостатков предыдущих моделей.

Компромиссные модели

Компромиссные модели не предназначены для точного определения оптимальной структуры капитала данной фирмы, но они позволяют нам сделать три утверждения относительно использования заёмных средств.

Высокорисковым фирмам, доходность капитала которых значительно колеблется, следует при прочих равных условиях использовать заёмный капитал в меньшей степени, чем низкорисковым. Чем больше колеблемость доходности, тем выше вероятность финансовых затруднений при любом уровне задолженности и тем выше сопряжённые с этим ожидаемые затраты. Фирмы с небольшим уровнем риска могут более активно привлекать заёмный капитал, а именно до тех пор, пока ожидаемые затраты возможных финансовых затруднений не перекроют налоговых выгод, связанных с привлечением средств.

Фирмы, владеющие материальными, реализуемыми на рынке активами, например недвижимостью, могут привлекать заёмный капитал в большей степени, чем фирмы, стоимость которых определяется, главным образом, неосязаемыми активами – такими как патенты, или престиж, или предполагаемые возможности роста. Затраты на преодоление последствий финансовых затруднений зависят не только от вероятности их возникновения, но и от оценки возможного ущерба. Специализированные активы, нематериальные активы и возможности роста в случае финансовых затруднений обесцениваются гораздо быстрее, чем обычные материальные активы.

Фирмы, которые в настоящее время платят налоги по наивысшей ставке и которые, скорее всего, будут продолжать это делать в будущем, могут иметь относительно большую кредиторскую задолженность, чем

фирмы с низкими текущими и / или будущими ставками налогов. При высоких ставках налогов на корпорации возрастают преимущества финансирования за счёт заёмного капитала; следовательно, фирмы с высокими ставками при прочих равных условиях могут позволить себе привлекать средства в таком размере, пока налоговая экономия не перекрывается финансовыми и агентскими затратами.

Согласно компромиссным моделям любая фирма должна поддерживать такую целевую структуру капитала, чтобы затраты и выгоды финансового левириджа были предельно сбалансированы, поскольку именно подобная структура максимизирует стоимость фирмы.

В настоящее время **процесс оптимизации структуры капитала** осуществляется в следующей последовательности:

1. Анализ состава капитала в динамике за ряд периодов (кварталов, лет), а также тенденций изменения его структуры. В процессе аналитической работы рассматривают такие параметры, как коэффициенты финансовой независимости, задолженности, финансирования, соотношения между долгосрочными и краткосрочными обязательствами и др. Далее изучают показатели оборачиваемости и доходности собственного и заёмного капитала.

2. Оценка основных факторов, определяющих структуру капитала. К ним относятся:

- отраслевые особенности хозяйственной и финансовой деятельности;
- стадии жизненного цикла компании;
- конъюнктура товарного и финансового рынков;
- уровень прибыльности текущей (операционной) деятельности;
- налоговая нагрузка на предприятие;
- степень концентрации акционерного капитала (стремление первоначальных собственников сохранить контрольный пакет акций) и др.

3. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации его стоимости базируется на предварительной оценке собственных и заёмных средств при разных условиях их привлечения и вариантных расчётах WACC. Обычно минимальная цена капитала получается при структуре капитала, когда 50 % пассива баланса приходится на собственные источники, а 50 % – на заёмные источники финансирования активов корпорации.

4. Оптимизация структуры капитала по критерию доходности собственного капитала. Расчёт оптимальной структуры капитала рекомендуется проводить на базе многовариантного расчёта.

5. Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации финансового риска связана с выбором наиболее дешёвых и менее рискованных

источников покрытия активов. Для достижения поставленной цели все активы разделяются на три группы:

- 1) внеоборотные (капитальные) активы;
- 2) стабильная часть оборотных активов;
- 3) варьирующая часть оборотных активов.

Применяют три различных подхода к финансированию неоднородных по экономической природе групп активов за счёт источников средств предприятия – консервативный, умеренный и агрессивный.

При консервативном подходе примерно 50 % варьирующей части оборотных активов формируют за счёт краткосрочных обязательств. Остальные 50 % переменной части, а также 100 % стабильной части оборотных активов и внеоборотные активы покрывают за счёт собственного капитала и долгосрочных обязательств.

При умеренном подходе 100 % варьирующей (переменной) части оборотных активов образуют за счёт краткосрочных обязательств, а 100 % стабильной части и внеоборотные активы – за счёт собственного капитала и долгосрочных обязательств.

При агрессивном подходе 100 % варьирующей части и 50 % стабильной части оборотных активов покрывают за счёт краткосрочных обязательств. Остальные 50 % постоянной части оборотных активов и внеоборотные активы формируют за счёт собственного капитала и долгосрочных обязательств.

ГЛАВА 2. КРАТКОСРОЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Тема 7. Управление денежными потоками корпораций

Основная цель управления денежными потоками – это обеспечение финансовой стабильности корпорации в процессе развития посредством балансирования объемов поступлений и выплат денежных средств и их синхронизации во времени.

Для оценки деятельности корпорации наиболее важное значение имеют три показателя:

- выручка от реализации товаров (работ, услуг);
- прибыль;
- поток денежных средств.

Абсолютная величина этих показателей и динамика их изменения в течение года характеризуют результативность работы за определенное время. Однако в условиях хронических неплатежей первостепенное значение приобретает поток денежных средств, поступающих на предприятие от различных видов деятельности. В случае превышения поступлений денежных средств над платежами предприятие получает конкурентные преимущества, необходимые для текущего и перспективного развития. Эти преимущества состоят в том, что наличие свободных денежных средств позволяет вложить их в наиболее доходные сферы бизнеса с целью получения дополнительной прибыли. Кроме того, постоянное наличие определенной суммы денежных средств позволяет поддерживать на приемлемом уровне текущую платежеспособность.

Совокупный денежный поток, а также его отдельные элементы, являются объектом финансового управления. Важность рационального управления денежными потоками на предприятии определяется следующими положениями:

- денежные потоки обслуживают хозяйственную деятельность практически во всех формах;
- их рациональное формирование способствует ритмичности производственного и финансового циклов;
- эффективное управление денежными потоками позволяет сохранить финансовое равновесие в процессе стратегического развития;
- целенаправленное управление денежными потоками дает возможность сократить потребность в заемном капитале и издержки по обслуживанию долга кредиторам;

– управление денежными потоками является важным инструментом ускорения оборота капитала;

– управление потоками обеспечивает снижение риска неплатежеспособности в текущем и будущем периоде;

– активные формы управления денежными потоками позволяют получать дополнительную прибыль, генерируемую денежными активами и их эквивалентами.

По данным причинам денежные потоки выделяют в самостоятельный объект управления. Классификация поступлений и выплат денежных средств по видам деятельности представлена ниже (табл. 2).

Таблица 2

Классификация поступлений и выплат
денежных средств по видам деятельности

Виды деятельности	Поступления	Выплаты
1. Текущая (операционная)	1. От реализации продукции (работ, услуг) 2. От продажи основных средств и другого имущества 3. Авансы, полученные от покупателей (заказчиков) 4. Бюджетные ассигнования и иное целевое финансирование 5. Безвозмездно 6. Кредиты и займы 7. Прочие поступления	1. Оплата счетов поставщиков 2. Оплата труда 3. Расчеты с бюджетом. 4. Взносы во внебюджетные фонды. 5. Выдача подотчетных сумм 6. Выдача авансов 7. Финансовые вложения 8. На оплату процентов и основной суммы долга по полученным кредитам и займам и прочие выплаты
2. Инвестиционная	1. От продажи основных средств и объектов незавершенного строительства 2. Безвозмездно 3. Бюджетные ассигнования и иное целевое финансирование 4. Кредиты и займы 5. Дивиденды и проценты по финансовым вложениям 6. Прочие поступления	1. Приобретение товаров, оплата работ, услуг 2. Выплата авансов подрядчикам 3. Оплата долевого участия в строительстве 4. Выплата процентов и дивидендов по долгосрочным финансовым вложениям 5. Финансовые вложения долгосрочного характера 6. Приобретение оборудования и транспортных средств для строительства 7. Прочие выплаты

Виды деятельности	Поступления	Выплаты
3. Финансовая	1. Бюджетное и иное целевое финансирование 2. Кредиты и займы 3. Дивиденды и проценты по краткосрочным финансовым вложениям 4. Доходы от продажи ценных бумаг 5. Прочие поступления	1. Выдача авансов 2. Краткосрочные финансовые вложения 3. Выплата процентов и дивидендов по полученным кредитам и займам 4. На оплату процентов и основной суммы долга по полученным кредитам и займам

Очень важным моментом является определение целевого остатка денежных средств. Речь идет о такой сумме денежных средств на счетах и в кассе, которая достаточна: а) для своевременной оплаты счетов поставщиков, позволяющей воспользоваться предоставляемыми ими скидками; б) для поддержания кредитоспособности; в) для оплаты непредвиденных расходов. Существуют четыре метода расчета этого показателя: 1) модель Баумоля; 2) модель Миллера – Орра; 3) модель Стоуна; 4) имитационное моделирование по методу Монте-Карло.

Модель Баумоля предполагает следующее:

1. Потребность фирмы в денежных средствах находится на постоянном прогнозируемом уровне.

2. Денежные поступления также прогнозируются на некотором постоянном уровне.

3. Сальдо поступления и оттока денежных средств также находится на постоянном уровне.

Формула расчета остатка следующая:

$$C = \left(\frac{2FT}{K}\right)^{\frac{1}{2}}$$

где C – оптимальный размер денежных средств на счете;

F – постоянные транзакционные затраты по купле-продаже ценных бумаг или обслуживанию полученной ссуды;

T – общая сумма дополнительных денежных средств, необходимых для поддержания текущих операций в течение всего периода;

K – относительная величина альтернативных затрат, принимаемая в размере ставки дохода по ликвидным ценным бумагам или процента от предоставления имеющихся средств в кредит.

Необходимо заметить, что общая сумма дополнительных денежных средств и, следовательно, целевой остаток средств на счете не изменяются пропорционально увеличению объема операций. Это вызвано нелинейным характером установленной зависимости и, таким образом, дает ряд преимуществ крупным фирмам по сравнению с мелкими. Нужно отметить, что сокращение величины F приводит к уменьшению оптимального остатка средств на счете. Это происходит путем снижения постоянных транзакционных затрат на совершение сделок с ценными бумагами или обслуживание займа. Некоторые фирмы предпочитают существенно снижать размер «страхового запаса» средств на счете. Это делается в случае, если фирма в состоянии произвести продажу ценных бумаг или получить кредит в предельно короткие сроки. Серьезным недостатком модели Баумоля является предположение об устойчивости и предсказуемости денежных потоков; кроме того, она не учитывает наличия сезонности и цикличности.

Следующая модель определения целевого остатка денежных средств учитывает фактор неопределенности денежных выплат и поступлений. Это **модель Миллера – Орра**. Основная предпосылка этой модели состоит в том, что распределение сальдо ежедневного денежного потока является приблизительно нормальным. Фактическая величина сальдо в любой из дней может соответствовать ожидаемой величине, быть выше или ниже ее. Таким образом, сальдо денежного потока варьирует по дням случайным образом; какая-либо тенденция его изменения не предусматривается.

В данной модели предусматривается верхний (H) и нижний (L) пределы колебаний остатка денежных средств, а также целевой остаток денежных средств (Z). Когда остаток денежных средств достигает величины H , то на величину $(H - Z)$ фирма покупает ценные бумаги. Аналогичным образом, когда остаток денежных средств достигает L , то на $(Z - L)$ фирма продает ценные бумаги. Нижний предел определяет руководство фирмы в зависимости от приемлемого уровня потерь в связи с нехваткой денежных средств; это, в свою очередь, зависит от доступности займов и вероятности нехватки денежных средств. Целевой остаток денежных средств на счете можно высчитать с помощью следующей формулы:

$$Z = \left(\frac{3F\sigma^2}{4k}\right)^{\frac{1}{3}}; H = 3 \left(\frac{3F\sigma^2}{4k}\right)^{\frac{1}{2}} + L = 3Z - 2L$$

Средний остаток денежных средств находится по формуле

$$\frac{4Z - L}{3}.$$

Здесь Z – целевой остаток денежных средств; H – верхний предел остатка денежных средств; L – нижний предел остатка денежных средств; k – относительная величина альтернативных затрат (в расчёте на день); σ^2 – дисперсия сальдо дневного денежного потока.

При использовании *модели Миллера – Орра* следует обратить внимание на следующие моменты:

1. Целевой остаток средств на счете не является средней величиной между верхним и нижним пределами, поскольку его величина чаще приближается к своему нижнему пределу, чем к верхнему. Если установить целевой остаток равным средней величине между пределами, это минимизирует транзакционные затраты, но если он будет установлен ниже среднего уровня, результатом явится снижение величины альтернативных затрат. На основании этого Миллер и Опп рекомендуют устанавливать целевой остаток в размере $H/3$. Если $L = 0$, это минимизирует общие затраты.

2. Величина целевого остатка денежных средств и, следовательно, пределы колебания, увеличиваются с ростом F и дисперсии; увеличение F делает более затратным достижение верхнего предела, а большая дисперсия приводит к более частым достижениям обоих из них.

3. Величина целевого остатка сокращается с увеличением K ; так как, если ставка банковского процента увеличивается, то растет величина альтернативных затрат и фирма стремится вложить средства, а не хранить их на счете.

4. Нижний предел не обязательно должен быть равен нулю, он может быть положителен, если фирме приходится поддерживать компенсационный остаток или руководство предпочитает иметь страховой запас денежных средств.

5. Опыт применения описанной модели показал ее преимущества перед чисто интуитивным управлением денежными средствами; однако если фирма имеет несколько альтернативных вариантов вложения временно свободных денежных средств, то модель перестает действовать.

6. Модель может быть дополнена предположением о сезонных колебаниях выручки. В этом случае денежные потоки не будут соответствовать нормальному распределению, а станут учитывать вероятность увеличения

или уменьшения остатка средств в зависимости от того, переживает компания период спада активности или подъема. При этих предположениях величина целевого баланса денежных средств не всегда будет равна $\frac{1}{3}$ между верхним и нижним пределами.

Следующая модель определения целевого остатка – это **модель Стоуна**. В отличие от предыдущей модели здесь больше внимания уделяется управлению целевым остатком, нежели его определению, вместе с тем она во многом сходна с моделью Миллера – Орра. Верхний и нижний пределы остатка средств на счете подлежат уточнению в зависимости от информации о денежных потоках, ожидаемых в ближайшие несколько дней. Кроме уже известных H , Z и L , в **модели Стоуна** есть еще внешние и внутренние контрольные лимиты: $H - x$ и $L + x$. Если остаток средств на счете достиг внешнего верхнего предела, то вместо автоматического перевода разницы между верхним пределом и оптимальным остатком из наличности в ценные бумаги, финансовый менеджер делает прогноз на несколько предстоящих дней. Если ожидаемый остаток средств останется выше внутреннего предела, то деньги будут обращены в ценные бумаги, а если ниже, то бумаги покупать не будут. Аналогичные рассуждения верны и в отношении нижнего предела.

Таким образом, основной особенностью модели Стоуна является то, что действия фирмы в текущий момент определяются прогнозом на ближайшее будущее.

Одной из задач финансового специалиста в краткосрочном периоде является поддержание ежедневного остатка денежных средств на уровне, который обеспечивает достижение компромисса между требуемой платежеспособностью и доходностью предприятия. Для этого они могут использовать различные методы управления остатком денежных средств. Эти методы постоянно развиваются и совершенствуются. На этот процесс оказывают влияние такие факторы современной экономики, как рост альтернативных затрат в связи с хранением денежных средств, внедрение новых технологий в банковской инфраструктуре и реинжиниринг инструментов денежных и фондовых рынков.

В настоящее время чаще всего используются такие методы эффективного управления остатком денежных средств, как:

1. Сбалансированность денежных потоков.
2. Ускорение денежных поступлений.
3. Замедление денежных платежей.
4. Пространственно-временная оптимизация расчетов.

Рассмотрим каждый из этих методов.

Метод сбалансированности денежных потоков базируется на предположении, что остаток денежных средств можно снизить, совместив поступление денежных средств с их расходом.

Заметим, что добиться на практике абсолютного совпадения притоков и оттоков денежных средств чаще всего не удастся, однако обеспечить сближение противоположно направленных денежных потоков можно. Для этого целесообразно использовать либо способ выравнивания денежных потоков, либо способ их синхронизации. Выбор одного из этих способов или их комбинации определяется спецификой отрасли, в которой функционирует предприятие, и профессиональными качествами финансового менеджера.

Способ выравнивания денежных потоков предполагает регулирование их величин с учетом определенных периодов, что позволяет нейтрализовать негативное влияние на финансовое состояние предприятия таких факторов, как сезонность и цикличность.

Способ синхронизации денежных потоков предполагает установление жесткой зависимости между поступлением денежных средств и их расходом. Как правило, это достигается после внедрения на предприятии системы бюджетирования.

Основными инструментами реализации метода сбалансированности *денежных потоков* являются бюджет движения денежных средств и платежный календарь. Эти инструменты позволяют прогнозировать и контролировать поступление и расход денежных средств за определенный период времени. Бюджет движения денежных средств в основном составляется на один год с разбивкой по месяцам; платежный календарь предполагает более точный прогноз поступлений и расхода денежных средств, как правило, с разбивкой по дням.

По своему содержанию и бюджет движения денежных средств, и платежный календарь состоят из нескольких частей. Это остаток денежных средств на начало периода, прогноз поступлений денежных средств, прогноз расхода денежных средств, прогноз сальдо денежного потока за период и прогноз остатка денежных средств на конец периода, рассчитанный как сумма остатка на начало периода и сальдо денежного потока за период.

Метод ускорения денежных поступлений позволяет предприятию увеличить остаток денежных средств в ближайшей перспективе. Для этого предприятию необходимо использовать все возможные меры, приводящие

к ускорению возврата денежных средств, авансированных в дебиторскую задолженность, или получить краткосрочный кредит, овердрафт.

Для ускорения инкассации дебиторской задолженности финансовому специалисту целесообразно использовать соответствующий инструментальный управления дебиторской задолженностью, например скидки за ранний платеж, факторинг. Особенно следует выделить такие эффективные приемы работы с дебиторами (иногда необоснованно забытые финансовыми специалистами), как своевременное выставление счетов на оплату и их доставка покупателям, напоминания о приближении сроков оплаты товаров, работ и услуг.

Увеличить остаток денежных средств предприятия можно и путем сокращения продолжительности периода между отгрузкой товара, выполнением работ и их оплатой покупателем. Для этого при заключении договоров с покупателями следует предусмотреть одну из следующих форм расчетов:

- 1) инкассо с использованием платежных требований без акцепта;
- 2) расчеты по аккредитивам.

Первая из этих форм позволяет осуществлять автоматический перевод денежных средств со счетов покупателя на счет предприятия в определенные договором дни. Однако она невыгодна покупателям, поэтому не получила широкого распространения в финансовой практике, и если используется, то преимущественно для регулярных выплат фиксированных сумм, например арендной платы.

При использовании расчетов по аккредитивам предприятие должно предоставить банку пакет документов, обусловленных хозяйственным договором, и после этого получить от него зарезервированные покупателем денежные средства в счет погашения обязательства, вытекающего из этого договора. Следовательно, поступление денежных средств при такой форме расчетов преимущественно зависит от оперативности подготовки и передачи документов в банк.

Наравне с рассмотренным методом для управления остатком денежных средств финансовый специалист должен использовать *метод замедления денежных платежей*, который позволяет на определенный краткосрочный период увеличить остаток денежных средств и соответственно обеспечить необходимый уровень платежеспособности предприятия и/или дополнительную доходность.

Самым простым способом замедлить денежные платежи считается перенос платежей на более поздние сроки за счет коммерческого кредита,

полученного от поставщика и/или отсрочки, рассрочки по налоговым платежам в бюджеты и взносам во внебюджетные фонды.

Также замедлить денежные платежи позволяют некоторые формы безналичных расчетов: расчеты чеками, векселями, расчеты по аккредитивам, по инкассо с использованием платежных требований с акцептом. Они предполагают наличие временного лага между моментом выписки платежного документа для погашения какого-либо денежного обязательства и фактического списания денежных средств по этому документу.

В финансовой практике западных специалистов такой способ *замедления денежных платежей* получил название управление флоутом.

Не менее важным аспектом управления остатком денежных средств является централизация расчетов с кредиторами, которая позволяет осуществлять платежи в наиболее подходящий момент времени. Однако для этого требуется разработать механизм проведения платежей на предприятии, в основе которого должно быть следующее правило погашения кредиторской задолженности: если предприятие не пользуется скидкой за ранний платеж, то оно платит в последний день срока. Такая политика управления кредиторской задолженностью позволяет извлечь максимальную пользу из имеющихся в наличии денежных средств: совершенствовать контроль за потоками денежных средств, уменьшить неиспользуемые остатки денежных средств и повысить эффективность инвестиций в денежные эквиваленты.

Метод пространственно-временной оптимизации расчетов широко применялся в XX в. среди крупных корпораций, преимущественно резидентов США. Метод построен на способе «управления флоутом», и его суть сводится к тому, что большее количество расчетов компании проводится с использованием чеков, которые могут быть предъявлены к оплате только в определенном, как правило, маленьком, периферийном банке, местоположение которого максимально удалено от получателя денежных средств по чеку. Однако глобальное введение электронных платежей постепенно снижает эффективность этого метода управления остатком денежных средств.

Тема 8. Управление запасами

Запасы являются одним из важнейших видов оборотных активов предприятия. В ходе производственной деятельности предприятие закупает сырье и материалы, которые потребляются в процессе производства и целиком переносят свою стоимость на себестоимость продукции.

Помимо сырья и материалов к запасам, согласно бухгалтерскому учету, относятся: животные на выращивании и откорме; затраты в незавершенном производстве; готовая продукция и товары для перепродажи; товары отгруженные и пр.

Надо отметить, что в процессе хозяйственной деятельности различные виды запасов имеют свойство трансформироваться из одного вида в другой. Так, например, запасы сырья и материалов превращаются в затраты в незавершенном производстве; эти, в свою очередь, становятся запасами готовой продукции и товаров для перепродажи, а затем и отгруженными товарами. Процесс трансформации одного вида запасов в другой называется кругооборотом запасов. Кругооборот запасов является составной частью кругооборота всех текущих активов предприятия, в ходе которого происходит превращение денежных средств в запасы, запасов в дебиторскую задолженность, дебиторской задолженности в денежные средства и т. д.

Считается, что запасы являются наименее ликвидными среди всех оборотных активов предприятия, т. е. скорость их превращения в денежные средства является минимальной по сравнению с другими видами оборотных активов. Однако бывают и исключения из этого правила.

Товарно-материальные запасы играют важнейшую роль в деятельности предприятия. Прежде всего, запасы необходимы для обеспечения его бесперебойной деятельности. Именно с этой целью предприятие вынуждено создавать запасы сырья и материалов, чтобы в случае перебоев в снабжении не нарушался производственный ритм. Таким образом, наличие запасов в достаточном объеме снижает риски ведения хозяйственной деятельности.

Но с другой стороны, для финансового менеджера запасы – это иммобилизованные финансовые ресурсы. И чем длительнее эта иммобилизация, тем ниже эффективность хозяйственной деятельности. От скорости обращения запасов зависят важнейшие показатели эффективности деятельности предприятия – это длительность операционного и финансового цикла, прибыль и рентабельность.

Прибыль предприятия будет максимальной при некотором оптимальном объеме запасов. Если уровень запасов ниже оптимального, то повышается риск ведения хозяйственной деятельности, возникают дополнительные расходы, связанные с принятием «экстренных» мер по снабжению, а также с нарушением договорных обязательств (штрафы, пени, неустойки), в результате чего прибыль снижается.

При превышении оптимального уровня запасов у предприятия возникают дополнительные расходы, связанные с транспортировкой и хранением этого излишка (аренда склада, освещение, отопление, утилизация, учет, охрана и пр.). В результате прибыль также снижается.

Таким образом, основной задачей финансового менеджмента компании в части управления запасами является оптимизация их величины в целом и по видам, т. е. поиск такой величины запасов, при которой, с одной стороны, обеспечиваются все текущие потребности предприятия в товарно-материальных запасах, а с другой – не возникает излишних расходов, приводящих к снижению прибыли и рентабельности.

В зависимости от вида запасов целью их формирования может являться:

- обеспечение текущей производственной деятельности (текущие запасы сырья и материалов, технологический запас);
- обеспечение бесперебойного (нормального) хода производственного процесса в течение всего периода его осуществления (страховой и транспортный запас);
- обеспечение ритмичной (соответствующей графику) текущей сбытовой деятельности и выполнения договорных обязательств (запасы готовой продукции);
- создание сезонных запасов, обеспечивающих непрерывность хозяйственного процесса в предстоящем периоде (сезонные запасы сырья, материалов и готовой продукции), и т. п.

В конечном счете управление запасами подчинено главной цели финансового менеджмента – максимизации рыночной стоимости компании, которая в отношении запасов достигается путем рационального вложения финансовых ресурсов в те или иные виды запасов.

Для достижения такой цели менеджменту компании необходимо регулярно решать ряд задач:

- проводить анализ структуры и динамики, а также эффективности использования запасов предприятия;
- определять оптимальный объем запасов товарно-материальных ценностей;

- принимать меры по повышению эффективности управления запасами предприятия, обеспечению эффективного движения материальных потоков на предприятии;
- обосновывать учетную политику в отношении запасов;
- выстраивать эффективную систему контроля за движением запасов на предприятии и др.

Рост потребности в материальных ресурсах (сырье, материалах, топливе, энергии, комплектующих и полуфабрикатах) может быть удовлетворен как экстенсивным, так и интенсивным путем.

Экстенсивный путь предполагает приобретение или изготовление большего объема сырья, материалов и пр., что ведет к росту материальных затрат. Однако себестоимость продукции может снизиться за счет увеличения объема производства или сокращения доли постоянных затрат. **Интенсивный** путь предполагает более экономное расходование сырья и материалов, топлива и энергии, прочих видов материальных ресурсов в процессе производства, что обеспечивает сокращение материалоемкости и снижение себестоимости. Современному менеджеру необходимо искать пути интенсификации использования материальных ресурсов, что требует привлечения новых ресурсосберегающих технологий, поиска инноваций в производстве и др.

Для определения конкретной величины материальных затрат при формировании себестоимости необходима их денежная оценка. Для разных групп материально-производственных запасов в соответствии с «Положением по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в РФ» (Приказ Минфина РФ от 29 июля 1998 г. № 34 н), а также Положением по бухгалтерскому учету «Учет материально-производственных запасов» (ПБУ 5/01 от 09 июня 2001 № 44 н) определены различные способы денежной оценки.

Так, производственные запасы оцениваются по фактической себестоимости, определяемой исходя из фактически произведенных затрат на их изготовление или приобретение. При этом они учитываются на счете 10 «Материалы».

Если цены на материально-производственные запасы в течение года снизились, либо они морально устарели или частично утратили свои первоначальные свойства, предприятия обязаны на 31 декабря отчетного года проводить их уценку.

Стоимость запасов, списываемых в производство, разрешается определять одним из следующих методов:

- по себестоимости единицы запасов;

- по средней себестоимости;
- по себестоимости первых по времени приобретений (метод ФИФО);
- по себестоимости последних по времени приобретений (метод ЛИФО).

По себестоимости единицы запасов оцениваются запасы, используемые в особом порядке (драгоценные металлы, камни и т. п.), или запасы, которые не могут в обычном порядке заменять друг друга. По средней себестоимости запасы оцениваются как частное от деления общей себестоимости вида (группы) запасов на их количество.

Метод ФИФО основан на том, что запасы, первыми поступившие в производство, оцениваются по себестоимости запасов, числящихся на начало месяца. Оценка запасов, находящихся на складе на конец месяца, производится по фактической себестоимости последних по времени приобретения, а в себестоимости реализации продукции учитывается себестоимость запасов, ранних по времени приобретения.

Метод ЛИФО предполагает, что ресурсы, первыми поступившие в производство, должны быть оценены по себестоимости приобретения. Оценка запасов, находящихся на складе на конец месяца, производится по фактической себестоимости ранних по времени приобретения, а в себестоимости продаж продукции учитывается себестоимость последних по времени приобретения.

По другим видам запасов – товарам, готовой продукции, расходам будущих периодов и пр. – также предусмотрен определенный порядок денежной оценки. Применяемый метод оценки должен быть единым для группы запасов и действовать в течение всего финансового года.

Анализ структуры запасов проводят путем расчета удельного веса каждого вида запасов в общей сумме за ряд периодов. При этом оценивается рациональность структуры запасов, что позволяет выявить виды ресурсов, объем которых избыточен, и ресурсы, приобретение которых необходимо ускорить.

Этой же цели служит и анализ динамики запасов. Расчет темпов роста или прироста запасов за ряд периодов позволяет определить виды запасов, темпы роста которых были аномальными, т. е., к примеру, превышали темп роста объемов производства.

Причинами неблагоприятного изменения структуры запасов или их динамики могут быть следующие:

- нерациональная политика снабжения;
- ошибки в прогнозировании потребности в запасах материальных ресурсов;

- нарушение договорных обязательств поставщиками и покупателями, срыв графика поставок;
- сбои в производстве – простои, внеплановый ремонт оборудования, аварии и пр.;
- ненадлежащий контроль за движением материальных запасов на предприятии и т. д.

Последний фактор является одной из ключевых причин снижения эффективности управления запасами.

В практике финансового менеджмента выделяют следующие основные признаки неудовлетворительного контроля запасов:

- рост продолжительности хранения запасов, увеличение сроков их оборота;
- темп роста запасов, опережающий темп роста объема продаж;
- частые простои оборудования ввиду отсутствия сырья и материалов;
- нехватка складских помещений;
- вынужденные отказы от срочных заказов из-за нехватки запасов сырья или материалов;
- увеличение сумм списаний при наличии устарелых (залежалых), медленно оборачивающихся запасов;
- значительные объемы списаний запасов вследствие их порчи и хищений и пр.

Основными показателями эффективности управления запасами предприятия являются *показатели оборачиваемости*. Они характеризуют скорость движения материальных ценностей и их пополнения. Чем быстрее совершается оборот финансовых ресурсов, вложенных в запасы, тем ниже потребность в финансовых ресурсах для данного объема хозяйственных операций.

Оборачиваемость запасов, так же как и других видов оборотных активов, может оцениваться двумя путями:

- количеством оборотов, совершаемых запасами за анализируемый период времени (квартал, полугодие, год);
- скоростью одного оборота, измеряемого в днях.

Оценка оборачиваемости товарно-материальных запасов проводится по каждому их виду (производственные запасы, готовая продукция, товары и т. д.). Для оценки оборачиваемости запасов в оборотах по данным отчетности используется формула

$$\text{Оборачиваемость запасов} = \frac{\text{Себестоимость продаж}}{\text{Средняя величина запасов}}$$

Средняя величина запасов определяется по следующей формуле:

$$\text{Средняя величина запасов} = \frac{(\text{остатки запасов на начало года} + \text{остатки запасов на конец года})}{2}$$

Более точный расчет среднего объема товарно-материальных запасов основан на данных об их ежемесячных остатках:

$$\text{Скорость оборота запасов} = \frac{(\text{длительность анализируемого периода} * \text{средняя величина запасов})}{\text{Себестоимость проданной продукции}}$$

Нужно отметить, что скорость оборота производственных запасов в различных отраслях промышленности весьма существенно различается. В отраслях с длительным операционным циклом (строительство, авиастроение, кораблестроение и пр.) формирование запасов требует больших объемов финансирования.

Для того чтобы дать оценку оборачиваемости запасов какого-либо предприятия, необходимо проводить пространственные и временные сравнения. Пространственные сравнения заключаются в сопоставлении скорости оборота одних и тех же видов запасов предприятия с другими аналогичными предприятиями данной отрасли.

В целях проведения временных сравнений анализируют динамику оборачиваемости запасов в течение ряда временных периодов (за несколько лет). Результатом таких сопоставлений должна являться оценка возможности и целесообразности сокращения срока оборота запасов товарно-материальных ценностей.

Задача оптимизации размера текущих запасов является одной из ключевых задач менеджмента предприятия. Ее решение находится в ведении не только финансовых служб предприятия, но также требует постоянного согласования и корректировки планов и действий снабженческих, производственных и сбытовых подразделений. При этом оптимизация величины запасов на современном предприятии осуществляется в рамках системы производственной логистики, предметом управления которой являются материальные потоки внутри предприятия.

В течение длительного периода основным методом планирования потребности в материально-производственных запасах являлся нормативный метод (нормирование). Применение данного метода является оправданным и в современных условиях в силу специфики организации производства, снабжения и сбыта многих предприятий.

Процесс нормирования основан на определении для каждой категории запасов норм и нормативов. Нормы (H) устанавливаются в днях хранения запаса. Они означают длительность периода, который необходимо

обеспечить данным видом материальных ресурсов. Кроме того, норма запаса может устанавливаться и в процентах, в денежном выражении к определенной базе.

Разработка норм по каждому виду материальных запасов осуществляется силами финансовых служб или планово-экономических отделов, с привлечением инженерно-технических, снабженческих и сбытовых служб. Они определяются на основе детальных технико-экономических расчетов с использованием данных о предполагаемом объеме производства и сбыта тех или иных видов продукции.

Далее определяются частные нормативы (N) по каждому виду запасов исходя из нормы запаса и однодневного расхода (O) данного вида материальных запасов в денежном выражении.

Таким образом, общая формула для определения норматива имеет следующий вид:

$$N = H * O,$$

где H – норма хранения запаса в днях;

O – однодневный расход.

В результате определяется сумма материальных ресурсов, необходимых для создания нормируемых запасов по каждому виду этих ресурсов. И, наконец, рассчитывается совокупный норматив путем сложения частных нормативов, т. е. общая величина запаса материальных ресурсов в денежном выражении, необходимая для нормальной бесперебойной работы предприятия и обеспечения всех его текущих потребностей.

Для целей планирования процессов материально-технического снабжения различают следующие виды запасов сырья, материалов, топлива и других элементов материальных ресурсов, включаемых в производственный запас: текущий запас, подготовительный (технологический), страховой запас, сезонный, транспортный.

Основную роль в совокупном нормативе производственного запаса играет текущий запас. **Текущий запас сырья и материалов ($N_{тек}$)** – это запас, необходимый и достаточный для обеспечения бесперебойного (нормального) хода производственного процесса, находящийся на складе предприятия. На величину текущего запаса оказывают влияние следующие факторы: срок нахождения запаса на складе (интервал поставки), условия поставки (периодичность, объемы каждой поставки), календарный график передачи материалов со склада в производство.

При планомерном потреблении материалов текущий запас в течение всего интервала поставки будет изменяться от максимальной его величины

до нуля. Поэтому средняя величина запаса принимается 0,5, или 50 % максимального уровня. В связи с этим норма текущего запаса может быть определена как $1/2$ интервала поставки. В общем виде формула расчета норматива текущего запаса выглядит следующим образом:

$$N_{тек} = \frac{I_c * O_c}{2},$$

где O_c – среднегодовая потребность в материалах;

I_c – интервал поставки.

Определенный таким образом текущий запас не учитывает времени, необходимого для подготовки сырья и материалов к передаче в производство. Поэтому необходимо определить величину подготовительного (технологического) запаса.

Подготовительный (технологический) запас ($N_{под}$) образуется в тех случаях, когда требуется предварительная подготовка (обработка) сырья и материалов до запуска их в производство (приемка, разгрузка, сортировка, комплектование и т. п.), и определяется по формуле

$$N_{под} = O_c * B_n,$$

где B_n – время, необходимое на предварительную обработку материалов.

Страховой запас ($N_{стр}$) необходим на случай изменения сроков поставки или объемов потребляемых материалов. Как правило, размер страхового запаса принимают равным 50 % текущего запаса. В случаях, когда предприятие значительно удалено от поставщика или от основных транспортных путей, использует нестандартные, уникальные материалы, норма страхового запаса может достигнуть 100 % текущего.

В случае если анализ причин нарушения сроков поставки выявил недостатки в работе транспортных организаций, возникает необходимость в создании транспортного запаса. **Транспортный запас** ($N_{тр}$) определяется интервалом между днем оплаты счета поставщика и прибытием груза на склад покупателя. Если интервал определен, то расчет ведется аналогично расчету подготовительного запаса.

Совокупный норматив производственного запаса (N_o) равен сумме текущего, подготовительного, страхового и транспортного запасов:

$$N_o = N_{тек} + N_{под} + N_{стр} + N_{тр}.$$

Как частный случай величина производственного запаса может соответствовать размеру текущего запаса.

Помимо производственных запасов, нормированию подлежат запасы незавершенного производства, расходы будущих периодов и запасы готовой продукции.

Как видно, важнейшим фактором, определяющим величину производственного запаса, является интервал поставки сырья и материалов на склад, т. е. с какой частотой осуществляется поставка. В свою очередь, частота поставок определяется размером заказываемой партии закупаемого материала. Чем больше размер партии заказа, тем реже возникает необходимость осуществлять поставку, а значит, и интервал поставки увеличивается, и наоборот.

В теории финансового менеджмента разработаны специальные модели, позволяющие определить оптимальный объем и частоту закупки.

Наибольшую известность получила модель *оптимальной партии заказа*, называемая в литературе *формулой Р. Уилсона, или моделью ЕОQ* (Economic Order Quantity), позволяющая определить фиксированный размер заказываемой партии на предстоящий планируемый период. В основе этой модели лежит идея минимизации совокупных затрат, связанных с выполнением заказа и с хранением запасов на складе предприятия. При этом считается, что затраты, связанные с хранением запасов, увеличиваются по мере увеличения объема запасов. Действительно, требуются большая площадь складских помещений, дополнительные затраты электроэнергии, отопление, затраты труда по размещению материалов на складе, учет и пр. В то же время с увеличением размера заказываемой партии сырья и материалов общегодовые затраты по выполнению заказов снижаются. Суммирование всех затрат, связанных с хранением запасов и с выполнением заказа, дает сумму общих операционных затрат предприятия, связанных с управлением запасами.

Размер заказа, при котором общие издержки достигают минимума, является оптимальным (точка ЕОQ).

Расчет оптимальной величины партии закупаемого сырья можно произвести и с помощью формулы, получившей название *формула Р. Уилсона*:

$$EOQ = \sqrt{\frac{2FQ}{H}},$$

где EOQ – оптимальная величина закупаемой партии;

Q – годовой объем закупаемого сырья в натуральном выражении (годовая потребность в запасах);

F – издержки по обслуживанию закупок в расчете на одну партию;

H – издержки по хранению в долях от стоимости среднегодового текущего запаса.

Таким образом, политика управления запасами в соответствии с данной моделью будет выглядеть следующим образом: предприятие всегда пользуется фиксированным по величине размером поставки, равным оптимальному объему ЕОQ. Это приводит к формированию определенного запаса. Такая политика наиболее приемлема при работе с дешевыми изделиями и материалами и/или в ситуациях, когда данное сырье широко применяется в производстве.

Помимо определения оптимальной партии заказа, в управлении производственными запасами используются также и другие политики: политика «партия за партией»; политика постоянных интервалов; политика фиксированного ритма поставки.

Политика «партия за партией» предполагает, что размер и срок поставки полностью соответствуют величине потребности производства и сроку возникновения этой потребности. При такой политике запасы не создаются. Политику можно считать приемлемой и рациональной для дорогостоящих компонентов, хранение в запасах которых связано для предприятия со значительными издержками, в то время как затраты на поставку невелики.

Политика постоянных интервалов предполагает формирование партий заказа разной величины, покрывающих суммарную потребность в сырье в интервалах времени одинаковой продолжительности. Причем по окончании интервала новая поставка не наступает до тех пор, пока не возникнет следующая потребность. Поэтому между интервалами появляются перерывы. Запасы в этом случае формируются лишь в начале интервалов, а к их концу снижаются до уровня страховых. Такая политика подходит для сырья и материалов, спрос на которые непостоянен по размерам и по времени.

Политика фиксированного ритма поставки является разновидностью политики «постоянных интервалов» при условии, что между интервалами не делаются перерывы. Таким образом, заказы разной величины осуществляются ритмично, в соответствии с установленным интервалом поставки. Этот вариант наиболее приемлем для сырья и материалов, спрос на которые постоянен и устойчив. Оба последних варианта политики используются преимущественно для заказа дорогостоящих сырья и материалов.

Одной из важнейших функций управления запасами является организация контроля за их фактическим состоянием. Основной целью кон-

троля запасов является выявление отклонений от их нормативного размера и принятие мер для ликвидации таких отклонений.

Для большинства предприятий важнейшим условием установления эффективной системы контроля и управления запасами является правильное ранжирование материальных запасов в соответствии с определенным показателем важности. Согласно этому показателю в дальнейшем строится вся деятельность по контролю и управлению запасами.

Для ранжирования запасов разработаны и применяются ряд методов, наиболее популярными из которых являются ABC и XYZ-анализ.

В основе **ABC-анализа** лежит «принцип Парето», или принцип «20/80» – эмпирическое правило, введенное социологом В. Парето в 1897 г. В наиболее общем виде оно формулируется так: «20 % усилий дают 80 % результата, а остальные 80 % усилий – лишь 20 % результата». В отношении запасов этот принцип может быть сформулирован примерно так: «20 % запасов товаров дают 80 % дохода». Поэтому уделять равное внимание каждому виду товарно-материальных запасов невозможно, да и не нужно. Следует распределять усилия по управлению запасами в соответствии с относительной значимостью предметов хранения.

Метод ABC классифицирует запасы по какому-либо показателю важности, значимости для оперативной деятельности предприятия, например, по годовому обороту того или иного товара, сырья или материала, по среднему товарному запасу, по объему продаж, доходу, количеству единиц продаж, количеству заказов, возможным потерям от нехватки и т. п. С точки зрения финансового управления важны характеристики, имеющие стоимостное представление. В результате все товарно-материальные запасы ранжируются по трем категориям в зависимости от степени влияния на общий результат: категория А – очень важные; категория В – средней степени важности; категория С – наименее важные.

Таким образом, деятельность по контролю и управлению запасами распределяется наиболее эффективным образом. Такой способ ранжирования запасов показывает, что нужно вести пристальный контроль за запасами категории А, можно слабее отслеживать состояние запасов категории В и уделять наименьшее внимание категории С.

В наиболее общем виде алгоритм **ABC-анализа** можно сформулировать следующим образом:

- 1) вначале определяются объекты анализа (товарная группа / подгруппа;

- 2) номенклатурная единица, ассортиментная группа, поставщик, покупатель и т. п.);
- 3) устанавливается параметр, по которому будет проводиться ранжирование объекта (среднегодовой оборот, объем товарного запаса, выручка от продаж, доход, количество единиц продаж, количество заказов и т. п.);
- 4) производится сортировка объектов анализа в порядке убывания значения параметра.

Помимо *ABC-анализа*, для повышения эффективности управления запасами применяют *XYZ-анализ*. Этот метод позволяет произвести классификацию ресурсов компании в зависимости от стабильности их потребления и степени точности прогнозирования изменений в их потребности. С помощью этого метода можно определить, потребность в каких материально-производственных запасах постоянна, в каких она подвержена колебаниям (например, сезонным), а в каких носит случайный характер.

Категория X – ресурсы, которые характеризуются стабильной величиной потребления, незначительными колебаниями в их расходе и высокой точностью прогноза. Значение коэффициента вариации находится в интервале от 0 до 10 %. Категория Y – ресурсы, потребность в которых подвержена определенным колебаниям со средней точностью их прогнозирования. Значение коэффициента вариации от 10 до 25 %. Категория Z – ресурсы, потребность в которых нерегулярна, носит эпизодический характер, точность прогнозирования невысокая. Значение коэффициента вариации – свыше 25 %.

На практике часто применяют сочетание методов ABC и XYZ. Такое сочетание получило название «*ABC-XYZ-анализ*». Подобный анализ позволяет распределить товарно-материальные запасы по девяти группам в зависимости от вклада в тот или иной ключевой параметр (ABC) и стабильности потребности (XYZ).

Отметим, что применение вышеизложенных моделей возможно при условии, если на предприятии имеется современная компьютерная информационная система учета запасов. Многие современные программы ведения учета складских запасов имеют в качестве дополнительных опций возможность проведения *ABC-XYZ-анализа* по тем или иным критериям.

Тема 9. Управление дебиторской задолженностью

Управление дебиторской задолженностью является одной из важнейших задач повседневной деятельности финансового менеджера.

Под управлением дебиторской задолженностью понимается *система принятия и реализации решений* относительно величины дебиторской задолженности, приводящая к оптимизации денежных потоков предприятия при минимизации совокупных затрат по управлению дебиторской задолженностью за определенный период. Элементами этой системы являются факторы, определяющие величину дебиторской задолженности, цели, задачи, принципы, алгоритм, методы и инструменты управления дебиторской задолженностью.

Управление дебиторской задолженностью на многих российских предприятиях оказывается низкоэффективным, т. е. часто возникают ситуации, когда предприятие, имея высокую прибыль, не обладает денежными средствами. Поскольку большинство предприятий работает по методу начисления, то при отгрузке товаров прибыль лишь формируется и отражается в финансовой отчетности, но не существует в реальном выражении до того момента, пока соответствующая денежная сумма не поступит на расчетный счет в банке.

Таким образом, *дебиторская задолженность* – это сумма долгов перед предприятием за реализованные им товары, работы, услуги, нематериальные активы. Однако с точки зрения корпоративных финансов дебиторскую задолженность следует определять как отложенный во времени потенциально положительный денежный поток (т. е. в настоящее время это определенный запас денег, часть которого при определенных хозяйствующих субъектами условиях будет вовлечена в реальный оборот в будущем); кроме того, возникновение дебиторской задолженности невозможно без инвестирования капитала, следовательно, необходимо формировать и использовать для этих целей некий условный денежный фонд на принципах возвратности, срочности и платности.

Множество подходов к определению дебиторской задолженности связано с многообразием ее видов, следовательно, дебиторскую задолженность можно и нужно классифицировать.

Основным критерием является критерий «причина возникновения»; именно этот критерий заложен в нормативно-правовые акты Российской Федерации, регулирующие порядок ведения учета и составления бухгалтерской отчетности. Классификация дебиторской задолженности по этому критерию представлена в табл. 3.

Классификация дебиторской задолженности
по критерию «причина возникновения»

Вид дебиторской задолженности	Причина возникновения дебиторской задолженности
1. Задолженность покупателей и заказчиков	Предоставление покупателям (заказчикам) отсрочки платежа за товары, работы, услуги (коммерческого кредита)
Прочая дебиторская задолженность, в том числе	
Векселя к получению	Получение обеспечения в счет предоставленного коммерческого кредита
Задолженность дочерних и зависимых обществ	Совершение хозяйственных операций с аффилированными лицами
Задолженность участников (учредителей) по вкладам в уставный капитал	Формирование собственного капитала компании
Авансы выданные	Предоплата за товары, работы, услуги, поставляемые поставщиками
Прочие дебиторы	1. Совершение хозяйственных операций с физическими лицами. 2. Переплата (суммы к возмещению) по налогам и сборам. 3. Прочие расчеты с юридическими лицами

Следующим, часто используемым критерием, является «срок задолженности». Согласно ему дебиторскую задолженность подразделяют:

- 1) на краткосрочную дебиторскую задолженность, т. е. задолженность, подлежащую погашению в течение одного года;
- 2) долгосрочную дебиторскую задолженность, т. е. задолженность, подлежащую погашению через год и более.

В последнее время в финансовой практике появилось такое понятие, как «качество дебиторской задолженности». Как правило, под ним понимают соотношение двух параметров, а именно финансовое состояние дебитора и полнота, правильность составления пакета документов, подтверждающих факт образования и неоплаты долга этого дебитора на конкретную дату. Если дебитор не может погасить долг или у предприятия нет документов, подтверждающих наличие дебиторской задолженности, то говорить о наличии запаса потенциально положительного денежного потока невозможно – его нет. Поэтому наиболее важной с точки зрения корпоративных финансов является классификация дебиторской задолженности по критерию «качество задолженности». В этом случае она делится:

– на текущую дебиторскую задолженность, т. е. сроки погашения такой задолженности в соответствии с условиями договора еще не наступили;

– просроченную дебиторскую задолженность, т. е. долг дебитора остается непоплатенным после наступления срока, установленного договором. В свою очередь, просроченная дебиторская задолженность подразделяется на сомнительную (т. е. не обеспеченную залогом, поручительством, банковской гарантией) и безнадежную (т. е. нереальную к взысканию задолженность в связи с истечением срока исковой давности (три года) или наступлением какого-либо другого события, установленного гражданским законодательством РФ).

Необходимо проводить анализ качества дебиторской задолженности и оценивать ее влияние на финансовые показатели компании. Это позволяет определить степень соответствия фактически сложившейся системы расчетов с дебиторами поставленным целям и задачам, выявить дебиторов, требующих особого внимания, составить прогноз поступления денежных средств.

Рассмотрим основные показатели, используемые при этом, их назначение и методики их расчета.

Первый показатель, доля оборотного капитала, авансированного в дебиторскую задолженность, позволяет оценить уровень дебиторской задолженности и ее динамику. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$K_1 = \frac{RA}{CC} * 100,$$

где K_1 – доля оборотного капитала, авансированного в дебиторскую задолженность;

RA – средняя сумма дебиторской задолженности в периоде;

CC – средняя сумма оборотных активов предприятия в периоде.

Показатель периода обращения дебиторской задолженности или, как его иногда называют, период инкассации дебиторской задолженности характеризует влияние дебиторской задолженности на финансовый цикл предприятия:

$$K_2 = \frac{RA}{S} * T,$$

где K_2 – период обращения дебиторской задолженности, дни;

RA – средняя сумма дебиторской задолженности в периоде;

S – объем продаж предприятия за период;

T – продолжительность периода.

Скорость обращения дебиторской задолженности показывает, сколько оборотов совершает оборотный капитал, авансированный в дебиторскую задолженность, в течение определенного периода. Рассчитывается этот показатель по формуле

$$K_3 = \frac{S}{RA},$$

где K_3 – скорость обращения дебиторской задолженности, количество раз в период;

S – объем продаж предприятия за период;

RA – средняя сумма дебиторской задолженности в периоде.

Можно рассчитать коэффициент доли видов дебиторской задолженности в общей сумме дебиторской задолженности. Например,

$$K_4 = \frac{RA_{op}}{RA} * 100,$$

где K_4 – коэффициент доли вида дебиторской задолженности в общей сумме дебиторской задолженности, %

RA_{op} – средняя сумма просроченной, безнадежной или сомнительной задолженности в периоде;

RA – средняя сумма дебиторской задолженности в периоде.

Еще одним наиважнейшим этапом управления дебиторской задолженностью является **формирование кредитной политики предприятия**.

Кредитная политика оказывает значительное влияние на величину дебиторской задолженности, так же, как и качество, цена выпускаемой продукции, структура затрат, платежная дисциплина дебиторов, рыночная конъюнктура, уровень инфляции, общее состояние экономики и т. д. Она является частью финансовой политики предприятия и предполагает установление правил и ограничений в области предоставления отсрочки платежей за отгруженные товары, работы, услуги (коммерческого кредита). Иными словами, задача кредитной политики – ответить заинтересованным лицам на три вопроса: кому предоставлять коммерческий кредит, сколько давать в долг и на какой срок.

Все кредитные политики можно условно разделить на два вида – жесткие и льготные.

Льготный вид кредитной политики предполагает предоставление отсрочки платежа на более длительный период, снижение требований к финансовым показателям дебиторов, снятие ограничений на величину долга, снижение санкций за несвоевременное погашение задолженности, предоставление скидок и т. д. Естественно, такая политика привлекает дополнительных покупателей и позволяет увеличить объемы продаж уже сложившейся клиентской базе, а следовательно, увеличить чистую прибыль предприятия. В то же время растут затраты на производство, увеличивается объем капитала, инвестированный в дебиторскую задолженность, растут расходы на управление ею.

Жесткая кредитная политика предполагает отгрузку товаров или выполнение работ, оказание услуг только после поступления стопроцентной предоплаты от покупателя. Чаще всего к этой политике обращаются в условиях финансового кризиса; предприятия объясняют свое решение стремлением снизить просроченную задолженность, избежать убытков, связанных с неплатежами. В практической деятельности финансовых специалистов сложилось устойчивое мнение о том, что величина дебиторской задолженности должна быть минимальна. Однако столь жесткие меры, как правило, приводят к обратному эффекту: предприятие теряет надежных платежеспособных покупателей, не сумевших найти вместо кредиторской задолженности другие источники финансирования своей деятельности, в результате резко падают объемы реализации, и предприятие уже с трудом оплачивает собственные долги.

Какова же оптимальная величина дебиторской задолженности? Ответ на этот вопрос прост и сложен одновременно. Величина дебиторской задолженности может быть любой при одновременном выполнении следующих условий:

– рост прибыли, вызванный изменением величины дебиторской задолженности, должен превышать рост расходов, связанных с изменением объемов производства, финансированием и управлением дебиторской задолженностью;

– совокупный денежный поток не должен быть отрицательным, кассовые разрывы не допускаются.

В то же время следует обратить внимание на тот факт, что опытные финансисты принимают решения относительно дебиторской задолженности, опираясь на личные оценки. Всегда существует вероятность наступления того или иного события, и «плохой» дебитор сегодня-завтра может стать постоянным платежеспособным клиентом, и наоборот.

Определить необходимый объем инвестиций в дебиторскую задолженность позволяют инвестиционные методы и инструменты управления дебиторской задолженностью. На первый взгляд, кажется совершенно излишним тратить ресурсы на определение объемов вложения капитала в дебиторскую задолженность, достаточно определить ее величину. Однако если вспомнить, что величина дебиторской задолженности зависит от количества и цены реализуемого товара, а цена, в свою очередь, – от себестоимости товара, работ, услуг и заложенной нормы прибыли, то становится очевидным, что совершенно не нужно привлекать ресурсы для финансирования той части дебиторской задолженности, которая приходится на прибыль компании. Объем вложений в дебиторскую задолженность всегда меньше величины дебиторской задолженности, отраженной в балансе.

Обратим внимание, что прогнозирование объема вложений в дебиторскую задолженность не тождественно планированию дебиторской задолженности, но инвестиционные методы могут использоваться в обоих случаях.

Финансовая наука предлагает несколько методов для определения величины инвестиций в дебиторскую задолженность. Выбор конкретного метода зависит прежде всего от имеющейся информации, ее достоверности и от профессионального уровня сотрудников предприятия.

Самыми простыми методами являются метод прямого счета и аналитический метод. Как правило, ими пользуются финансовые менеджеры стабильно функционирующих предприятий. При этом *аналитический метод*, в отличие от *метода прямого счета*, позволяет оценить динамику и влияние различных факторов на изменение уровня авансированного капитала в дебиторскую задолженность. Однако в обоих методах не учитывается временная стоимость денег и рентабельность планируемых вложений. Учесть эти факторы позволяют *метод сценариев и модифицированный метод приведенной чистой стоимости*, основная сложность применения которого связана с проблемой выбора требуемой нормы доходности.

Метод прямого счета предполагает, что объем инвестиций в дебиторскую задолженность зависят от себестоимости дневного объема продаж товаров, работ и услуг на условиях отсрочки платежа и срока этой отсрочки. При применении этого метода могут использоваться как прогнозные данные, так и данные бухгалтерского учета; в последнем случае предполагается экстраполяция сложившейся тенденции на будущее.

Математически *метод прямого счета* можно представить следующим образом:

$$I_{RA} = \frac{C}{P} * \frac{S}{T} * t,$$

где I_{RA} – объем инвестиций в дебиторскую задолженность;

C – себестоимость единицы товара, работы, услуги;

P – цена реализации единицы товара, работы, услуги;

C/P – доля себестоимости единицы товара, работы, услуги в цене реализации;

S – нетто-выручка от реализации товаров, работ, услуг на условии отсрочки платежа за период T ;

T – период прогнозирования;

t – период отсрочки платежа по товарам, работам, услугам.

Аналитический метод предполагает, что для определения объема инвестиций в дебиторскую задолженность следует выполнить три шага. Во-первых, на основе данных бухгалтерского учета необходимо рассчитать

фактический объем авансирования оборотного капитала в дебиторскую задолженность в базисном периоде. Во-вторых, выявить спектр факторов, влияющих на объем инвестиций в дебиторскую задолженность; среди них могут быть такие, как объем продаж в кредит в прогнозном периоде и инфляционные ожидания. В-третьих, определить объем инвестиций в дебиторскую задолженность путем корректировки фактической величины в базисном периоде на влияние выявленных факторов. Заметим, этот метод может реализоваться на другой информационной базе, например среднеотраслевые значения, данные конкурентов.

Математически этот метод может быть представлен так:

$$I_{RA1} = I_{RA0} * \left(1 + \frac{(s_1 - s_0)}{s_0}\right) * (1 + \pi),$$

где I_{RA1} – объем инвестиций в дебиторскую задолженность в плановом периоде;

I_{RA0} – объем инвестиций в дебиторскую задолженность в базисном периоде;

S_1 – объем продаж в плановом периоде;

S_0 – объем продаж в базисном периоде;

$(s_1 - s_0)/s_0$ – изменение объема продаж в кредит в прогнозируемом периоде; π – ожидаемое изменение уровня инфляции.

Следующий метод *модифицированной приведенной чистой стоимости* используется финансистами редко, так как считается достаточно трудоемким. Дополнительным фактором, сдерживающим его широкое применение на практике, является проблема выбора требуемой нормы доходности. Она может соответствовать доходности краткосрочных государственных ценных бумаг или банковского депозита на срок, равный периоду прогноза, средневзвешенной стоимости капитала или стоимости собственного или заемного капитала в зависимости от источника финансирования дебиторской задолженности, рентабельности бизнеса.

В то же время этот метод позволяет принимать решения в области управления дебиторской задолженностью с учетом временной стоимости денег, что особенно необходимо предприятиям с длительным периодом оборачиваемости дебиторской задолженности:

$$\left\{ \begin{array}{l} I_{RA} = \left[\frac{\frac{C}{P} = S}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{mn}} \right] * \frac{1}{m} \\ m = \frac{T}{t} \end{array} \right.$$

где I_{RA} – объём инвестиций в дебиторскую задолженность;

S – выручка от реализации на условии отсрочки платежа за период T ;
 C/P – доля себестоимости единицы товара, работы, услуги в цене реализации;

T – прогнозный период, дней;

n – продолжительность прогнозного периода, пересчитанная в года;

t – период отсрочки платежа, предоставляемый компанией, дней;

m – количество периодов отсрочки платежа за прогнозный период;

r – требуемая норма доходности, % годовых.

Самым надежным из рассматриваемой группы методов и инструментов управления дебиторской задолженностью является **метод сценариев**.

Исходной информацией для **метода сценариев** могут служить фактические значения прибыли и параметров авансирования капитала в дебиторскую задолженность или размер прибыли при осуществлении продаж на условиях полной предоплаты. Для различных сочетаний параметров вложений капитала в дебиторскую задолженность определяют прибыль от изменения объемов продаж, планируется сумма дебиторской задолженности, методом прямого счета определяется объем инвестиций в эту дебиторскую задолженность, а также прямые или альтернативные издержки, вызванные изменением объема инвестиций в дебиторскую задолженность. После этого по результатам сопоставления прибыли от дополнительных объемов продаж с прямыми или альтернативными издержками выбирают оптимальное сочетание параметров инвестирования в рассматриваемый актив. Этот метод позволяет также решить проблему выбора оптимального периода предоставления коммерческого кредита.

Одной из задач финансовых менеджеров предприятия является возврат денежных средств, инвестированных в дебиторскую задолженность, реализовать которую можно, используя такие группы методов, как **инкассационные и рефинансирование**.

С помощью **инкассационных методов и инструментов** обеспечивается своевременность исполнения дебиторами обязательств по предоставленному коммерческому кредиту. Методы же и инструменты рефинансирования дебиторской задолженности позволяют компании, во-первых, досрочно получить денежные средства, инвестированные в дебиторскую задолженность, а во-вторых, передавая дебиторскую задолженность третьим лицам, управлять качеством этого актива.

Рассмотрим наиболее важные с точки зрения эффективного управления дебиторской задолженностью инкассационные методы и инструменты и методы рефинансирования.

Процедура анализа платежеспособности каждого конкретного показателя начинается со сбора информации, ее анализа и в конечном итоге принятия решения о предоставлении кредита.

В качестве источника информации западные финансисты советуют использовать финансовую отчетность покупателя, рейтинги кредитоспособности и отчеты о кредитных операциях, предоставляемые различными информационными финансовыми агентами, банковские проверки и собственный опыт компании. К сожалению, для большинства российских организаций в настоящее время доступным является только последний из вышперечисленных способов получения информации о покупателе. Имея на руках финансовую отчетность претендента, необходимо произвести ее анализ с использованием финансовых коэффициентов.

Кроме анализа финансовой отчетности финансовому менеджеру следует обязательно исследовать бизнес компании в целом. Это позволит определить качество выпускаемой дебитором продукции, стадию его жизненного цикла, достигнутые и потенциальные позиции на рынке, стратегию компании, тактику достижения целей, отношение к собственным дебиторам. Все это в совокупности позволит определить «добросовестность» потенциального покупателя. Однако для принятия решения, предоставлять коммерческий кредит или нет, полученной в ходе такого анализа информации недостаточно. Предприятию необходимо сформировать критерии оценки платежеспособности и присвоения кредитных рейтингов, что позволит ему поддерживать расходы на управление дебиторской задолженностью на заданном уровне. Для этого целесообразно использовать такой инструмент, как *стандарты кредитоспособности*.

Стандарты кредитоспособности – это документ, регламентирующий требования к уровню кредитоспособности претендента на получение товаров в кредит.

Эффективность инструмента «стандарты кредитоспособности» напрямую зависит от того, насколько четко прописан регламент и как жестко сотрудники его придерживаются. Важно, чтобы эти правила были понятны не только менеджерам предприятия, но и ее клиентам.

В соответствии с методом расчетов размера скидки за ранний платеж компания заранее определяет и объявляет величины скидок при досрочной оплате дебиторского долга. Как правило, компании увязывают получение скидки при досрочной оплате с условиями кредита.

В основе выбора клиента между возможностью использовать и не использовать скидку, а продавца – предоставлять ее или не предоставлять лежит стоимость денег. Нетрудно понять, что только те покупатели, которые получают относительно высокий процентный доход на свои средства, если

они у них есть, могут пойти на то, чтобы не платить раньше. Поэтому, для того чтобы понять, будет ли покупателем принято решение об использовании скидки, размер скидки, указанный в процентах от суммы поставки, пересчитывают в годовую ставку. В то же время скидки, перечисленные в годовые ставки, могут использоваться как показатель дополнительных расходов на управление дебиторской задолженностью или как стоимость предоставляемого коммерческого кредита.

Для того чтобы перевести величину скидки в годовую ставку, необходимо воспользоваться представленной ниже формулой:

$$R = \left(\frac{d}{100-d}\right) * \left(\frac{365}{T-n}\right) * 100,$$

где r – величина скидки, пересчитанная в годовую ставку, в %;

d – величина скидки, % от суммы поставки;

T – период отсрочки платежа, дней;

n – срок, в течение которого можно воспользоваться скидкой.

Эта формула проста в применении и соответствует схеме простого процента. Интерпретируя полученные результаты, следует ориентироваться на то, что покупатели обладают собственными средствами, а следовательно, пользуются скидкой, только если доход по их вложениям будет ниже годовой ставки предоставленной скидки.

Второй вариант расчета соответствует схеме сложного процента:

$$r = \left[\left(1 + \frac{d}{100-d}\right)^{\frac{365}{T-n}} \right] * 100,$$

где r – величина скидки, пересчитанная в годовую ставку, %;

d – величина скидки, % от суммы поставки;

T – период отсрочки платежа, дней;

n – срок, в течение которого можно воспользоваться скидкой.

Третий вариант расчета в тех же обозначениях:

$$r = \frac{d * 365}{T} * 100$$

Формула проста для понимания и использования, однако не учитывает временную стоимость денег. Согласно ей покупатель воспользуется коммерческим кредитом (отсрочкой платежа) в том случае, если уровень процентной ставки по краткосрочному банковскому кредиту будет превышать годовую ставку предоставляемой скидки, иначе ему выгоднее оформить кредит и воспользоваться скидкой.

Под инкассационной политикой следует понимать комбинацию методов, которую использует компания для своевременного возврата причитающихся ей платежей. При формировании инкассационной политики важно, чтобы комплекс мероприятий, регулируемый ею, был понятен прежде всего клиентам фирмы. Дебиторы, сталкивающиеся с финансовыми проблемами, всегда будут стремиться отсрочить выполнение платежей компаниям-кредиторам, не имеющим эффективных методов взимания задолженности. В то же время поставщик, решительно настаивающий на исполнении платежей в соответствии с условиями договора и готовый прекратить отправку товара или предпринять реальные меры по взысканию долгов, с большей вероятностью может добиться полной и своевременной оплаты выставленных счетов.

Действенным инструментом при управлении дебиторской задолженностью является *система мотивации персонала*, участвующего в управлении дебиторской задолженностью. Человеческий фактор может играть очень важную роль в управлении дебиторской задолженностью. Этот фактор связан не только с клиентами, но и с сотрудниками компании, например менеджерами по продажам. Чаще всего именно они поддерживают теплые «человеческие» отношения с клиентами. Однако такая дружба иногда приводит к нарушению платежной дисциплины со стороны клиента. Кроме того, часть зарплаты этого персонала зависит от выручки, и, стремясь ее увеличить, менеджеры забывают, что товар нужно не только продать, но и получить за него деньги.

Наиболее распространенными методами и инструментами рефинансирования в практике российских финансовых менеджеров являются такие, как *цессия* (дисконтирование счетов), *факторинг* и *выпуск краткосрочных ценных бумаг, например векселей*.

Цессия (дисконтирование счетов) предполагает продажу третьему лицу с дисконтом права требования по одному или нескольким счетам.

Договор факторинга – уступка дебиторской задолженности финансовому учреждению в обмен на немедленное финансирование и услуги по управлению дебиторской задолженностью конкретных покупателей.

Форфейтинг (экспортный факторинг) аналогичен договору факторинга, но в этом случае возникновение уступаемой дебиторской задолженности в обязательном порядке связано с экспортной операцией.

Выпуск краткосрочных бумаг позволяет компаниям произвести заимствования на короткие сроки с помощью инструментов денежного рынка. Например, выпустить в обращение собственные векселя, продать акцептованные банком векселя или аккредитивы и т. д.

Одним из факторов применения инструментария рефинансирования дебиторской задолженности является прогресс в области развития и совершенствования рыночной инфраструктуры (фондовых рынков, страховых компаний, банковской системы и т. д.). В результате этого прогресса создаются новые финансовые инструменты, в том числе позволяющие экономическим субъектам рефинансировать дебиторскую задолженность, например секьюритизация.

Секьюритизация – это финансирование путем превращения активов в высоколиквидные ценные бумаги. В этом случае предприятие-поставщик осуществляет поставку товаров, работ и услуг покупателям на условиях отсрочки платежа, тем самым формируя дебиторскую задолженность. Для ускорения ее инкассации предприятие-поставщик создает новую компанию специального назначения и передает на ее баланс свои активы в виде дебиторской задолженности. Компания специального назначения, в свою очередь, выпускает ценные бумаги, обеспеченные дебиторской задолженностью, и основную часть дохода от их выпуска перечисляет предприятию-поставщику. При этом покупатели-дебиторы исполняют свои обязательства по оплате товаров, работ, услуг в адрес компании специального назначения в сроки, установленные договором.

Таким образом, предприятие-поставщик получает возможность вернуть авансированные в дебиторскую задолженность денежные средства раньше, чем это предусмотрено договорными обязательствами с покупателями. Кроме того, **секьюритизация** позволяет снизить средневзвешенную стоимость капитала и сохранить денежные потоки в случае банкротства предприятия-поставщика. При этом на фондовом рынке обращаются достаточно надежные и ликвидные ценные бумаги, котировки которых часто выше, чем у ценных бумаг, не обеспеченных секьюритизированными активами.

ГЛАВА 3. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Тема 10. Дивидендная политика предприятия

Дивидендная политика – неотъемлемая часть решений руководства фирмы в области финансирования. От коэффициента выплаты дивидендов зависит величина прибыли, которая может быть оставлена в фирме как источник финансирования её бизнеса. Что же такое коэффициент выплаты дивидендов?

Коэффициент выплаты дивидендов – это годовые денежные дивиденды, делённые на годовую прибыль (или, по-другому, дивиденды на одну акцию, делённые на прибыль, приходящуюся на одну акцию). Этот коэффициент указывает процент от прибыли компании, выплачиваемой деньгами акционерам.

Однако чем больше текущей прибыли направляется на развитие фирмы, тем меньше денег остаётся на выплаты текущих дивидендов. Таким образом, важнейший аспект дивидендной политики фирмы заключается в нахождении оптимального соотношения распределения прибыли между дивидендными платежами и той её частью, которая остаётся в рамках фирмы для её развития. Однако не менее важными остаются и другие вопросы, относящиеся к общей дивидендной политике фирмы: правовые вопросы, ликвидность и вопросы контроля; стабильность дивидендов; дивиденды, выплачиваемые по акциям и дробление акций; выкуп акций и административные соображения.

Каждый раз руководству фирмы приходится решать, оставлять ли всю прибыль в фирме или направлять её часть (или даже всю прибыль) акционерам в виде денежных дивидендов. Когда речь идёт об инвестиционных проектах, которые обеспечивают доходность, превышающую требуемую ставку доходности (проекты с положительным значением NPV), фирма будет использовать для финансирования этих проектов свою прибыль плюс средства, привлекаемые за счёт выпуска такого объёма старших облигаций, который будет соответствовать росту собственного капитала. Если после финансирования всех приемлемых инвестиционных возможностей у фирмы останется какая-то прибыль, её можно направить акционерам в форме **денежных дивидендов**. Если такой прибыли не останется, то не будет и дивидендов.

Когда мы рассматриваем дивидендную политику фирмы исключительно как решение из области финансирования бизнеса компании, то выплата денежных дивидендов представляет собой пассивный остаток. Процент прибыли, выплачиваемый в виде дивидендов, будет разным в разные

периоды времени – в зависимости от колебаний объёма приемлемых инвестиционных возможностей, доступных для фирмы. Если фирма не испытывает недостатка в таких возможностях, то процент выплачиваемых дивидендов, скорее всего, будет равен нулю. С другой стороны, если фирма неспособна найти для себя прибыльные инвестиционные возможности, вся прибыль может пойти на выплату дивидендов. В ситуациях, находящихся между этими двумя крайностями, коэффициент выплаты дивидендов будет колебаться от нуля до 1.

Интерпретация дивидендной политики как пассивной выплаты остатка прибыли, определяемой исключительно наличием у фирмы приемлемых инвестиционных возможностей, предполагает, что *дивиденды* – нечто несущественное. Можно ли рассматривать дивиденды как средство распределения неиспользованных компанией средств?

Лауреаты Нобелевской премии по экономике Мертон Миллер и Франко Модильяни в 1961 г. предоставили наиболее убедительные доказательства незначительности той роли, которую играют дивиденды. Они утверждают, что при наличии у фирмы инвестиционных возможностей коэффициент выплаты дивидендов – лишь незначительная подробность, которая не оказывает никакого влияния на благосостояние акционеров. Стоимость фирмы определяется исключительно способностью активов фирмы приносить прибыль, и способ распределения прибыли между дивидендами и нераспределённой прибылью не оказывает никакого влияния на эту стоимость.

Основной довод Модильяни и Миллера заключается в том, что влияние дивидендных платежей на благосостояние акционеров полностью компенсируется другими возможностями финансирования. Модильяни и Миллер предполагают, что сумма дисконтированной стоимости одной обыкновенной акции после финансирования за счёт выпуска новых акций и текущих дивидендов в точности равняется рыночной стоимости одной обыкновенной акции до выплаты текущих дивидендов. Другими словами, снижение рыночной цены обыкновенных акций вследствие разводнения, вызванного финансированием за счёт нового выпуска обыкновенных акций, в точности компенсируется выплатой дивидендов. Таким образом, утверждается, что акционеру всё равно, получать ли дивиденды или оставить прибыль реинвестированной.

Разводнение (разбавление) – уменьшение долевого участия акционеров в прибылях и активах компании вследствие выпуска дополнительных акций.

У инвесторов есть возможность самостоятельно воспроизвести любой поток дивидендов, которые корпорация может выплачивать, но в настоящее время не выплачивает. Если дивиденды оказываются ниже, чем предполагалось, то инвесторы могут продать определённую часть акций, чтобы получить необходимые им деньги. Если дивиденды оказываются выше, чем требовалось, инвесторы могут использовать дивиденды для покупки дополнительных акций в соответствующей компании. Таким образом, акционеры могут производить «домашние» дивиденды. Так как они являются идеальной заменой корпоративных дивидендов, дивидендная политика не имеет особого значения. Фирма не в состоянии увеличить богатство акционеров, просто изменив соотношение дивидендов и реинвестируемой прибыли. Здесь действует закон «сохранения стоимости», в результате чего сумма частей всегда остаётся неизменной. Как ни разрежь пирог, его общая величина остаётся прежней.

Тем не менее был выдвинут ряд аргументов в поддержку противоположной точки зрения, сторонники которой утверждают, что выплаты дивидендов имеют большое значение. Другими словами, инвесторам небезразлично, получают ли они прибыль в форме дивидендов или за счёт повышения цены акций.

Можно отметить следующие факторы, которые оказывают влияние на выплату дивидендов.

1. Предпочтение в пользу выплаты дивидендов со стороны инвесторов. Выплата дивидендов может разрешить существующие у них сомнения относительно прибыльности компании. Дивиденды выплачиваются на текущей основе, тогда как перспектива реализации прироста капитала относится к будущему. Таким образом, акционеры компании, выплачивающей дивиденды, разрешают свои возможные сомнения раньше, чем те, кто инвестирует капитал в компанию, не выплачивающую дивиденды. Чем больше желание акционеров убедиться в прибыльности компании, тем больше они могут быть готовы заплатить за акции, обещающие высокие дивиденды.

2. Налогообложение акционеров. Когда мы допускаем существование налогов, это порождает целый ряд эффектов. В той мере, в какой индивидуальный налог на прирост капитала оказывается меньше, чем налог на дивидендный доход, реинвестирование прибыли может иметь определённое преимущество. Кроме того, налог на прирост капитала отсрочивается до момента фактической продажи акций (когда собственно и происходит реализация прироста капитала). Это означает, что акции, по которым выплачиваются дивиденды, должны обеспечивать инвестору более высокую

ожидаемую доходность (до уплаты налогов), чем акции, по которым дивиденды не уплачиваются. В соответствии с этим положением чем выше дивидендная доходность акций, тем выше требуемая инвестором доналоговая доходность.

Однако не все инвесторы облагаются одинаковым налогом по двум видам только что рассмотренных нами доходов. Если, например, для корпоративных инвесторов межфирменные дивиденды облагаются налогом по ставке ниже, чем та, которая применяется к приросту капитала, то для таких компаний получение дивидендов имеет преимущество.

Если же налицо контингент инвесторов, характеризующийся разнообразием своих дивидендных предпочтений, корпорации могут скорректировать свой коэффициент выплаты дивидендов таким образом, чтобы воспользоваться преимуществами данной ситуации.

3. Издержки размещения ценных бумаг. Незначительность факта выплаты дивидендов основывается на следующей посылке: когда существуют благоприятные инвестиционные возможности и тем не менее дивиденды выплачиваются, денежные средства, выплачиваемые фирмой, должны возмещаться денежными средствами, получаемыми за счёт внешнего финансирования. За каждый доллар, выплачиваемый в виде дивидендов, фирма из-за издержек размещения при внешнем финансировании выручает меньше, чем доллар.

4. Транзакционные издержки. Транзакционные издержки, связанные с продажей ценных бумаг, обычно ограничивают активность акционеров. Акционеры выплачивают брокерские комиссионные за продажу части их акций, если выплачиваемых дивидендов недостаточно для удовлетворения их текущих потребностей в доходе. Эти комиссионные находятся в обратной зависимости от объёма продаж. Если объём продаж невелик, брокерские комиссионные могут составлять довольно значительный процент от общего объёма продаж. Наличие комиссионных приводит к тому, что акционеры, ориентирующиеся на доход больший, чем текущие дивиденды, предпочли бы, чтобы компания выплачивала дополнительные дивиденды.

5. Институциональные ограничения. Некоторые институциональные инвесторы ограничены определёнными типами обыкновенных акций, которые они могут покупать, или процентами различных типов обыкновенных акций, которые эти инвесторы могут держать в своих портфелях. Рекомендованный перечень приемлемых ценных бумаг для этих инвесторов частично определяется продолжительностью времени, по истечении которого выплачиваются дивиденды. Если компания не выплачивает дивиденды или

не выплатила их по истечении достаточно длительного промежутка времени, определённым институциональным инвесторам не разрешается инвестировать свои активы в акции такой компании.

6. Подача финансовых сигналов. Суть состоит в том, что дивиденды оказывают влияние на цену акций, поскольку они передают информацию о прибыльности фирмы. Когда у фирмы есть некий запланированный коэффициент выплаты дивидендов, стабильный в течение достаточно длительного времени, и фирма повышает этот коэффициент, инвесторы полагают, что руководство фирмы заявляет тем самым о положительных изменениях в ожидаемой будущей доходности фирмы. Соответственно, цена акций может положительно отреагировать на этот рост дивидендов.

Из перечисленных факторов, влияющих на дивидендную политику фирмы, в большей мере воздействие происходит под влиянием налогов и финансовой сигнализации.

Компания должна стремиться проводить такую дивидендную политику, которая максимизирует благосостояние акционеров. Если компания не располагает достаточно прибыльными инвестиционными возможностями, любые избыточные денежные средства она должна направлять своим акционерам. Однако фирма не обязана в каждый период времени выплачивать всю неиспользуемую часть прибыли. В качестве более разумного варианта фирма может предпочесть периодическую выплату стабильных дивидендов на протяжении длительного отрезка времени. Такое мнение может объясняться наличием институциональных ограничений и эффектом сигнализации.

До сих пор мы обсуждали лишь теоретические аспекты дивидендной политики. Тем не менее при разработке дивидендной политики компания учитывает и ряд практических факторов:

1. Юридические нормы. Законы, на основании которых выполняется регистрация фирмы в качестве юридического лица, устанавливают правомерность любых выплат держателям обыкновенных акций. Юридические нормы очень важны для установления правовых рамок, в которых проводится окончательный вариант дивидендной политики, выработанной руководством фирмы. Эти юридические нормы должны касаться «ухудшения капитала», банкротства и злоупотребления удержанием прибыли:

а) Правило, касающееся «ухудшения» капитала. Во многих штатах США выплата дивидендов запрещается, если эти выплаты негативно влияют на капитал компании. Где-то можно выплачивать дивиденды только в пределах совокупного капитала, где-то дивиденды выплачиваются только в «пределах нераспределённой прибыли».

б) Правило банкротства. В некоторых штатах США запрещено выплачивать денежные дивиденды, если компания неплатёжеспособна. Банкротство определяется либо в юридическом смысле как превышение долговых обязательств компании над её активами «по обоснованной стоимости», либо в «долевом» смысле как неспособность фирмы своевременно расплачиваться со своими кредиторами. Когда денежные средства компании ограничены, компании не разрешается отдавать предпочтение акционерам в ущерб кредиторам.

в) Правило злоупотребления реинвестированием прибыли. Понятие расплывчатое. Однако предполагается, что злоупотребление реинвестированием прибыли – это существенное превышение удерживаемой прибыли в сравнении с текущими и будущими инвестиционными возможностями компании. Цель этого закона в США – запретить компаниям удерживать прибыль исключительно ради того, чтобы избежать налогов. Компания может реинвестировать всю свою прибыль, чтобы накопить значительные денежные средства и обеспечить выгодные позиции для своих ценных бумаг, которые обращаются на рынке. В этом случае можно было бы продать всю компанию и к акционерам был бы применён лишь налог на прирост капитала, что представляет собой отсрочку по сравнению с ситуацией, если бы выплачивались дивиденды. Если налоговая администрация США сможет доказать такой факт, то она может оштрафовать компанию.

2. Потребность фирмы в денежных средствах. После того как устанавливаются юридические рамки дивидендной политики фирмы, следующим шагом будет оценка потребности фирмы в денежных средствах. Мы определяли потребность. Кроме того, такие данные можно получить из бюджета движения денежных средств, составленного на год, из укрупнённой формы движения денежных средств, составленной на 3 года, чтобы определить ту реальную потребность и те реальные возможности, которыми будет обладать компания по выплате дивидендов.

3. Ликвидность. Она является главной составляющей многих решений, касающихся дивидендной политики. Чем больше денег на счёте компании и её общая ликвидность, тем больше её способность выплачивать дивиденды. Развивающаяся прибыльная компания может не быть ликвидной, поскольку её денежные средства могут быть связаны в основных средствах и в фиксированном оборотном капитале. Поскольку руководство такой компании намерено поддерживать некую «подушку» ликвидности для обеспечения её финансовой гибкости и защиты от неопределённости, оно вряд ли согласится ослабить эту позицию выплатой больших дивидендов.

4. Способность занимать деньги. Если у фирмы есть возможность сравнительно быстро занимать деньги, финансовая гибкость такой компании может считаться вполне достаточной. Кроме того, финансовая гибкость может выражаться в способности фирмы выпускать на рынок капитала свои облигации. Чем крупнее и солиднее фирма, тем проще ей выйти на рынок капитала. Чем больше способность фирмы занимать деньги, тем больше её финансовая гибкость и способность выплачивать денежные дивиденды.

5. Ограничения в долговых соглашениях. Защитные условия, предусмотренные в соглашении о выпуске облигаций или кредитном соглашении, нередко включают ограничение на выплату дивидендов. Такое ограничение используется кредиторами для обеспечения способности компании обслуживать долг. Обычно оно выражается в виде максимального процента накопленной прибыли, реинвестируемой в рамках фирмы. Такое ограничение влияет на дивидендную политику. Иногда руководство компании приветствует подобное ограничение, налагаемое кредиторами, поскольку им не приходится оправдывать удержание прибыли перед акционерами.

6. Контроль над компанией. Если компания выплачивает значительные дивиденды, то у неё в дальнейшем может возникнуть потребность в привлечении капитала путём продажи акций, чтобы профинансировать прибыльные инвестиционные возможности. При таких обстоятельствах может произойти «размазывание» контрольного пакета акций компании, если контролирующие компанию акционеры не желают (или не могут) приобретать новые акции. Поэтому они могут предпочесть выплату незначительных дивидендов и финансирование инвестиционных потребностей путём удержания прибыли. Подобная дивидендная политика может не способствовать максимизации благосостояния акционеров в целом, однако она вполне может соответствовать интересам тех, кто контролирует фирму. Однако если компанию собирается поглотить другая компания, выплата незначительных дивидендов может быть лишь на руку «чужакам», которые попытаются убедить акционеров, что компания не стремится к максимизации их благосостояния, а «чужаки» могут обеспечить это благосостояние.

Определяя величину выплачиваемых дивидендов, типичная компания должна проанализировать все перечисленные нами факторы. Далее следует решить вопрос о стабильности дивидендных выплат.

Стабильность дивидендов – черта, которая привлекает многих инвесторов. *Под стабильностью* мы подразумеваем поддержание фирмой

своих дивидендных платежей в непосредственной близости к некоторой линии тренда – желательно с наклоном вверх. При прочих равных условиях цена акций может быть выше, если по этим акциям в течение длительного времени выплачиваются стабильные дивиденды. Допустим, что долгосрочный коэффициент выплаты дивидендов у компании А 50 % от прибыли. При этом фирма выплачивает этот процент ежегодно, несмотря на то, что её прибыль носит циклический характер. В то же время компания В получает точно такую же прибыль и её долгосрочный коэффициент составляет тоже 50 %. Однако она выплачивает стабильные дивиденды на протяжении длительного периода времени.

Рыночная цена акций компании В может оказаться выше, чем у компании А. Инвесторы вполне могут предпочесть стабильность дивидендов и платить «премию» компании, которая выплачивает эти дивиденды. Вместо того чтобы менять величину дивидендов в зависимости от изменений прибыли на одну акцию, компания В повышает дивиденды только в случае, когда уверена в том, что сможет и в дальнейшем выплачивать эти повышенные дивиденды.

Готовность акционеров платить премию к цене акций из-за наличия стабильных дивидендов может быть обусловлена действием следующих факторов:

1. Информационное наполнение дивидендов. Когда прибыль компании падает, но она не снижает величину дивидендов, выплачиваемых акционерам, у рынка возникает большее доверие к акциям этой компании, чем в случае, если бы величина её дивидендов снижалась. Стабильные дивиденды могут отражать мнение руководства компании, что будущее компании всё же лучше, чем можно было бы ожидать исходя из падения её прибыли. Однако постоянно обманывать рынок руководство не сможет. Если наблюдается отчётливая тенденция к падению прибыли, стабильные дивиденды вряд ли смогут бесконечно долго производить впечатление «светлого будущего».

2. Желание инвесторов получать текущий доход. Акционеры, которые стремятся получать определённый периодический доход, предпочитают компанию со стабильными дивидендами. Несмотря на то что инвесторы, желающие получить доход, всегда могут продать часть своих обыкновенных акций, если размер выплачиваемых дивидендов недостаточен для удовлетворения их текущих потребностей, многие инвесторы испытывают предубеждение против использования своего «базового» капитала. Более того, когда компания сокращает выплату дивидендов, её прибыль, как пра-

вило, тоже падает, то же происходит и с рыночной ценой обыкновенных акций. Таким образом, большинство инвесторов предпочитают стабильные дивиденды.

3. Институциональные соображения. Стабильные дивиденды могут быть предпочтительнее и с юридической точки зрения в связи с наличием или отсутствием у определённых институциональных инвесторов возможности покупать обыкновенные акции. Различные государственные органы составляют утверждённые перечни ценных бумаг, в которые могут вкладывать свои капиталы пенсионные фонды, сберегательные банки, страховые компании и другие учреждения. Чтобы оказаться в таком списке, компании нередко приходится предоставлять свидетельства непрерывной выплаты ею дивидендов в течение длительного срока. Перерывы в выплате дивидендов могут привести к тому, что компания будет вычеркнута из такого перечня.

Джон Линтнер в своей статье, опубликованной в мае 1956 г. в американском экономическом журнале, утверждает, что дивиденды корректируются в соответствии с изменениями прибыли, но лишь с некоторым запаздыванием. Когда прибыль возрастает до нового уровня, компания повышает дивиденды лишь после того, как она почувствует, что сможет и в дальнейшем сохранить этот новый уровень прибыли. Не менее отрицательно относятся компании и к сокращению абсолютной величины своих денежных дивидендов. Оба эти фактора помогают объяснить, почему изменения дивидендов нередко отстают по времени от изменения прибыли. В моменты экономического подъёма это отставание становится заметным, когда удерживаемая прибыль повышается относительно дивидендов. В периоды спада удерживаемая прибыль уменьшается относительно дивидендов.

Одним из способов, с помощью которых компания может в благоприятный момент увеличить денежный поток, направляемый акционерам, является *объявление дополнительных дивидендов помимо регулярных*.

Дополнительные дивиденды – единовременные дивиденды, выплачиваемые акционерам помимо регулярных дивидендов. Выплата дополнительных дивидендов объясняется особыми обстоятельствами.

Регулярные дивиденды – дивиденды, выплачиваемые фирмой на регулярной, «ожидаемой» основе.

Объявляя выплату *дополнительных дивидендов*, компания предупреждает инвесторов, что эти дивиденды не означают повышения установленного коэффициента выплаты дивидендов. Такие выплаты подходят ком-

паниям со значительными колебаниями прибыли. Если же компания постоянно выплачивает дополнительные дивиденды, то она тем самым нивелирует их смысл. Дополнительные дивиденды становятся ожидаемыми.

В западной практике существует несколько методик выбора целевого размера дивидендных выплат (табл. 4).

Таблица 4

Типы дивидендной политики

Тип политики	Преимущества	Недостатки
Консервативная (начисление дивидендов по остаточному принципу после формирования достаточных резервов для развития)	Обеспечение максимально возможных темпов роста	Нестабильность, неопределенность будущих дивидендов – негативный фактор для потенциальных инвесторов
Умеренно консервативная а) стратегия поддержания долгосрочного целевого норматива коэффициента дивидендных выплат); б) стратегия «гарантированный минимум плюс дополнительные дивиденды»	Прогнозируемость уровня будущих дивидендных выплат; возможность гибко увеличивать дивиденды при росте прибыли и не снижать их при ее уменьшении. Поощряет заинтересованность акционеров в увеличении прибыльности компании	Затрудняется быстрый рост компании; гарантированные дивиденды минимальны
Агрессивная	Позволяет быстро привлечь массу неквалифицированных инвесторов	«Проедание» прибыли, отсутствие резервов для долгосрочного развития компании

В практике компаний иногда выплачиваются дивиденды акциями этой компании. **Дивиденды, выплачиваемые акциями**, – передача дополнительных акций акционерам компании. Часто используют вместо денежных дивидендов (или помимо их).

Это не более чем бухгалтерский приём, заключающийся в перераспределении акционерного капитала между статьями баланса фирмы. Доля каждого акционера в собственности фирмы остаётся неизменной.

Здесь выделяют два вида дивидендов, выплачиваемых акциями:

1. Дивиденды, выплачиваемые небольшим процентом акций (если дивиденды, выплачиваемые акциями, приводят менее чем к 25 %-ному увеличению объёма обыкновенных акций, ранее выпущенных в обращение). Допустим, что статья совокупного акционерного капитала какой-то компании имеет следующий вид:

Обыкновенные акции (400 000 шт. * 5 долл.)	2 000 тыс. долл
Добавочный капитал	1 000 тыс. долл
Нераспределенная прибыль	7 000 тыс. долл
Совокупный акционерный капитал	10 000 тыс. долл

Затем компания предоставляет своим акционерам 5 %-ные дивиденды, выплачиваемые акциями в количестве 20 000 дополнительных акций ($400\,000 * 0,05$). Реальная рыночная стоимость этих акций составляет 40 долл за одну акцию. За каждые 20 обыкновенных акций, которыми владеет акционер, он получает одну дополнительную акцию. При условии предоставления акционерам 5 %-ных дивидендов, выплачиваемых акциями, 800 000 долл рыночной стоимости дополнительных акций переносятся со статьи «Нераспределённая прибыль» в статьи «Обыкновенные акции» и «Дополнительно оплаченный капитал». Поскольку номинальная стоимость одной акции остаётся неизменной, увеличение количества акций выражается в увеличении суммы, указываемой в статье «Обыкновенные акции». Этот рост составляет 100 000 долл ($5 * 20\,000$). Остаток 700 000 долл добавляется к статье «Нераспределённая прибыль». Совокупный капитал остаётся неизменным (10 млн долл):

Обыкновенные акции (420 000 шт. * 5 долл.)	2 100 тыс. долл
Добавочный капитал	1 700 тыс. долл
Нераспределенная прибыль	6 200 тыс. долл
Совокупный акционерный капитал	10 000 тыс. долл

2. Дивиденды, выплачиваемые значительным процентом акций (25 % и более от объёма обыкновенных акций, ранее выпущенных в обращение). Они должны учитываться по-другому. Дивиденды, выплачиваемые небольшим процентом акций, предположительно не должны оказывать существенного влияния на рыночную цену одной акции, однако дивиденды, выплачиваемые значительным процентом акций, существенно снижают рыночную цену.

Допустим, компания решила выплатить акциями 100 %-ные дивиденды. Вследствие выплаты этих дивидендов в виде акций 2 000 000 долл (5 * 400000 акций) переносятся из реинвестируемой прибыли в статью, соответствующую обыкновенным акциям (по номиналу). Совокупный акционерный капитал остаётся неизменным (10 млн долл):

Обыкновенные акции (800 000 шт. * 5 долл.)	4 000 тыс. долл
Добавочный капитал	1 000 тыс. долл
Нераспределенная прибыль	5 000 тыс. долл
Совокупный акционерный капитал	10 000 тыс. долл

Следующая процедура – дробление акций, т. е. увеличение количества акций в обращении за счёт уменьшения номинальной стоимости акций; например, дробление акций в пропорции 2 к 1, в результате которого номинальная стоимость акции снижается вдвое. В случае дробления акций количество акций увеличивается за счёт пропорционального снижения их номинальной стоимости. Если в случае дивидендов, выплачиваемых акциями, номинальная стоимость обыкновенных акций остаётся прежней, то в случае дробления акций – снижается. Если бы в предыдущем примере компания решила провести дробление акций в пропорции 2 к 1, то это привело бы к следующему изменению в бухгалтерских статьях:

Обыкновенные акции (800 000 шт. * 2,5 долл.)	2 000 тыс. долл
Добавочный капитал	1 000 тыс. долл
Нераспределенная прибыль	7 000 тыс. долл
Совокупный акционерный капитал	10 000 тыс. долл

Дробление акций обычно применяется в случаях, когда компания стремится добиться существенного снижения рыночной цены своих обыкновенных акций. Главная цель дробления акций – поместить акции в более выгодный ценовой интервал, сделав их более привлекательными для покупателей. Компании редко стремятся поддерживать одну и ту же величину денежных дивидендов, выплачиваемых на одну акцию, до и после дробления акций (например, до дробления дивиденд 2 долл на акцию, после дробления – 1,2 долл). В результате акционер даже выигрывает.

Укрупнение акций – уменьшение количества акций, выпущенных в обращение. Например, при укрупнении, выполняемом в пропорции 1 к 2, каждый акционер получает одну новую акцию в обмен на две старые акции,

находившиеся на руках у этого акционера. Статьи будут выглядеть следующим образом:

Обыкновенные акции (200 000 шт. * 10 долл)	2 000 тыс. долл
Добавочный капитал	1 000 тыс. долл
Нераспределенная прибыль	7 000 тыс. долл
Совокупный акционерный капитал	10 000 тыс. долл

Укрупнение используется для увеличения рыночной цены акций, когда руководство фирмы полагает, что цена акций явно занижена. Существует возможность передачи определённой информации с помощью объявления о проведении укрупнения. Как правило, такой сигнал является отрицательным (например, признание компанией финансовых трудностей). Но иногда у руководства компании может возникнуть желание просто перевести цену акций в более высокий ценовой интервал, в котором совокупные торговые издержки и расходы на обслуживание, как правило, ниже. Например, если в нашем примере мы решили укрупнять акции в отношении 1 к 4, то номинальная стоимость будет 20 долл, а количество акций сократится до 100 000 штук.

В последние годы выкуп корпорациями своих обыкновенных акций превратился в рядовое событие. Некоторые компании выкупают свои обыкновенные акции в целях их использования в схемах поощрения своих менеджеров. Ещё одной причиной выкупа акций является желание избежать поглощения другой компанией, убрав с рынка свои акции. В некоторых случаях компании, не желающие далее оставаться открытыми АО, «приватизируются» путём выкупа всех акций у сторонних акционеров. Бывают также ситуации, когда акции выкупаются с единственной целью изъять их из обращения.

Выкуп акций – выкуп фирмой-эмитентом своих акций либо на открытом (вторичном) рынке, либо путём тендера.

Методы выкупа акций

1. Тендерный выкуп акций – предложение фирмы выкупить некоторые из её собственных акций. Существуют три наиболее распространённых метода выкупа акций:

- а) тендерный выкуп акций по фиксированной цене;
- б) тендерный выкуп акций путём «голландского» аукциона.

2. Покупка на открытом рынке.

Когда речь идёт о *тендерном выкупе акций по фиксированной цене*, компания делает формальное предложение своим акционерам выкупить у них определённое количество акций по заранее установленной цене. Эта «договорная» цена превышает текущую рыночную стоимость акций. Акционеры могут выбирать: либо продать свои акции по указанной цене, либо продолжать их хранить у себя. Как правило, период действия этого предложения охватывает 2–3 недели.

При *тендере путём «голландского» аукциона* компания заранее указывает количество акций, которые она хотела бы выкупить, а также минимальную и максимальную цену, которую готова заплатить. Как правило, минимальная цена несколько выше текущей рыночной цены. Каждый акционер получает возможность предложить компании то количество акций, которое он готов продать, и их минимально приемлемую продажную цену в рамках диапазона цен, установленного компанией. Получив заявки на продажу акций от акционеров, компания сортирует их в порядке возрастания цены. Затем она определяет минимальную цену, которая обеспечит полный выкуп указанного количества акций. Эта цена выплачивается всем акционерам, которые назначили за свои акции цену, не превышающую этой цены. В отличие от предложения о выкупе акций по фиксированной цене компании неизвестна заранее конечная покупная цена. В обоих типах предложений о выкупе акций фирме поначалу неизвестно количество акций, которое будет предоставлено к продаже.

При покупке акций на открытом рынке компания покупает свои акции так, как это делает любой другой инвестор – через брокерскую фирму. Как правило, брокерские комиссионные устанавливаются в ходе переговоров.

Тема 11. Инвестиционная политика предприятия

Каждая компания в своей деятельности сталкивается с необходимостью осуществления *инвестиционных проектов* с целью получения дополнительной прибыли и расширения производства. Важность правильной инвестиционной политики определяется рядом факторов. Прежде всего, поскольку эффект принятия инвестиционных решений может сказываться в течение нескольких лет, это приводит к определённым ограничениям. Например, приобретение оборудования со сроком службы 10 лет связано с иммобилизацией средств предприятия в течение длительного времени. Кроме того, поскольку приобретение оборудования связано с будущей ре-

ализацией продукции, решение купить тот или иной вид оборудования подразумевает и проведение прогнозных расчётов на ближайшие 10 лет. Ошибочный прогноз в отношении необходимости приобретения оборудования может иметь серьёзные последствия. Крупные инвесторы требуют значительных, но всегда оправданных расходов. Если же инвестиции делаются в незначительном объёме, возникают две проблемы: а) оборудование фирмы может быть недостаточно современным, что не обеспечит ей производство в условиях конкуренции; б) если оно имеет несоразмерную мощность, фирма может потерять часть своего рынка, уступив его конкурентам.

Другой аспект инвестирования – это своевременность, т. е. основные средства должны быть в полной готовности тогда, когда они нужны.

Формирование бюджета капиталовложений важно ещё потому, что наращивание производственных мощностей обычно сопровождается значительными расходами, и прежде чем потратить огромное количество денег, необходимо иметь хорошо составленный план, поскольку свободные финансовые ресурсы в больших объёмах не всегда имеются в наличии. Фирме, намеревающейся произвести серьёзные капиталовложения, может понадобиться упорядочение вопросов финансирования на несколько лет вперёд, чтобы быть уверенной, что средства, требуемые для развития, будут доступны в нужное время.

В концептуальном плане составление бюджета капиталовложений, как и оценка ценных бумаг, осуществляется в шесть этапов:

Прежде всего необходимо определить затраты по проекту. Это похоже на расчёт цены, которую следует уплатить за приобретение долговой или долевого ценной бумаги.

Далее необходимо оценить ожидаемый денежный поток с учётом фактора времени. На данном этапе проводится анализ рискованности денежного потока, что подразумевает построение и обработку рядов распределений, связанных с этим потоком.

Оценив риск денежного потока, руководство выбирает подходящее значение цены капитала, необходимое для построения дисконтированного денежного потока.

Далее рассчитывается приведённая стоимость дисконтированного денежного потока.

Приведённая стоимость ожидаемого денежного потока сравнивается с требуемыми затратами по проекту; если она превышает затраты по проекту, его следует принять, в противном случае проект должен быть отвергнут.

В настоящее время для оценки проектов и принятия решений по ним чаще всего используются пять критериев: 1) срок окупаемости (PP); 2) учётная доходность (ARR); 3) чистый приведённый эффект (NPV); 4) внутренняя доходность (IRR); 5) индекс рентабельности (PI). Мы рассмотрим алгоритм расчёта каждого критерия.

Рассматривать перечисленные критерии целесообразно на конкретном примере. Даны два инвестиционных проекта S и L, требующие одинаковых первоначальных вложений – 1000 т. руб. Денежные потоки проектов представлены в табл. 5.

Таблица 5

Денежные потоки по проектам

Год	Проект S	Проект L
0	-1000	-1000
1	500	100
2	400	300
3	300	400
4	100	600

Проект, в котором денежные поступления осуществляются более быстрыми темпами, называется краткосрочным. В нашем примере S – краткосрочный, а L – долгосрочный проект.

Срок окупаемости (Payback Period, PP) определяется как ожидаемое число лет, в течение которых будут возмещены изначально сделанные инвестиции. По данным нашего примера срок окупаемости для S равен $2\frac{1}{2}$ года, а для проекта L – $3\frac{1}{3}$ года.

Если в компании срок окупаемости ограничен тремя годами, то проект S будет принят, а проект L будет отвергнут. Если бы проекты были альтернативными, S был бы предпочтительнее, чем L, потому что S имеет более короткий срок возврата денег.

Некоторые фирмы используют модификацию этого критерия – дисконтированный срок окупаемости, который определяется по такому же алгоритму, но на основе денежного потока, дисконтированного по цене капитала этого проекта.

Данный критерий представляет собой некий вариант расчёта «мёртвой точки», под которой понимают момент времени, когда кумулятивный денежный поток становится положительным. Расчёт стандартного срока окупаемости не предполагает учёта цены собственного и заёмного капи-

тала, напротив, дисконтированный срок окупаемости характеризует тот момент, к которому будут возмещены все расходы по привлечению собственных и заёмных средств для финансирования проекта. Данный критерий имеет серьёзный недостаток: он не учитывает влияние элементов денежного потока, находящихся за пределами срока окупаемости. Несмотря на отмеченный недостаток, критерий тем не менее показывает, как долго финансовые ресурсы будут «омертвлены» в проекте.

Учётная доходность (Accounting Rate of Return, ARR), основывающаяся в большей степени на показателе чистой прибыли, а не денежного потока, – это второй хорошо и давно известный способ оценки. Наиболее распространённый алгоритм расчёта таков: ARR равна отношению среднегодовой ожидаемой чистой прибыли к среднегодовому объёму инвестиций. Так, если предположить, что вложения в проекты S и L будут полностью амортизированы по прямолинейному методу в течение срока их эксплуатации, то годовые амортизационные расходы составят $1000 : 4 = 250$ тыс. руб. Эта сумма должна вычитаться из денежных поступлений по годам с тем, чтобы получить чистую годовую прибыль. Таким образом, среднегодовая чистая прибыль по проекту S:

среднегодовое поступление денежных средств – среднегодовая амортизация = $1300 / 4 - 250 = 75$ тыс. руб.

среднегодовая инвестиция равна полусумме исходной инвестиции и остаточной стоимости $(1000 + 0) : 2 = 500$ тыс. руб.

Отсюда ARR проекта S равна $75 : 500 = 0,15$, или 15 %. Аналогично можно рассчитать ARR проекта L = 20 %. Таким образом, по критерию ARR проект L более предпочтителен. Недостатком критерия является его игнорирование временной стоимости денег.

Чистый приведённый эффект (Net Present Value, NPV). Поскольку перечисленные критерии имеют недостатки, необходимо охарактеризовать ещё один критерий, устраняющий перечисленные недостатки. Алгоритм расчёта NPV таков:

– рассчитывается приведённая, или текущая, стоимость денежного потока, дисконтированная по цене капитала данного проекта;

– значения дисконтированного денежного потока суммируются, тем самым находится NPV проекта;

– если NPV больше нуля, проект следует принять; если NPV меньше нуля, то проект должен быть отвергнут; если два проекта взаимоисключающие, то выбирают тот проект, у которого NPV больше.

В нашем примере NPV проекта S = 78,82, проекта L = 49,18. Следовательно, проект S является более предпочтительным.

Внутренняя доходность (Internal Rate of Return, IRR). IRR определяется как такая дисконтная ставка, которая уравнивает приведённые стоимости ожидаемых поступлений по проекту и сделанных инвестиций:

$$PV(\text{притоки}) = PV(\text{инвестиции}),$$

или это такая ставка дисконтирования, при которой NPV = 0.

IRR может быть рассчитана с помощью финансовых калькуляторов и компьютеров, и большинство фирм автоматизировало процесс формирования бюджета и расчёт критериев. Мы можем определить IRR двумя методами: 1) методом подбора; 2) с помощью построения графика NPV и определения точки пересечения графика с осью. В нашем примере IRR проекта S = 14,5 %, IRR проекта L = 11,8 %.

Индекс рентабельности (Profitability Index, PI):

$$PI = PV(\text{поступлений}) / PV(\text{затрат}).$$

Проект может быть принят, если его PI больше единицы.

Кроме рассмотрения критериев оценки инвестиционного проекта, необходимо проводить анализ его риска. Риск – это экономическая категория. Как экономическая категория он представляет собой событие, которое может произойти или может не произойти. В случае совершения такого события возможны три экономических результата – отрицательный, нулевой, положительный.

Можно выделить три чётко различающихся типа риска: 1) единичный риск, когда риск проекта рассматривается изолированно, вне связи с другими проектами фирмы; 2) внутрифирменный риск, называемый также корпорационным риском, когда риск проекта рассматривается в его связи с портфелем проектов фирмы; 3) рыночный риск, когда риск проекта рассматривается в контексте диверсификации капитала акционеров фирмы на фондовом рынке. В данной теме речь идёт об единичном риске, т. е. риске конкретного инвестиционного проекта.

Рассмотрим методы оценки единичного рынка проекта:

- анализ чувствительности;
- анализ сценариев;
- анализ дерева решений.

Анализ чувствительности – это метод, точно показывающий, насколько изменятся NPV и IRR в ответ на данное изменение одной входной переменной при том, что все остальные условия не меняются.

Анализ чувствительности начинается с построения базового варианта, разработанного на основе ожидаемых значений входных величин (табл. 6).

Таблица 6

Изменение чистого приведенного эффекта при изменении переменных

Отклонение от базового уровня, %	Чистый приведенный эффект при изменении		
	Количества проданных единиц	Переменных затрат на единицу продукции	Цены капитала
-10	7 944	20 287	13 772
-5	10 010	16 181	12 905
0	12 075	12 075	12 075
+5	14 141	7 970	11 281
+10	16 207	3 864	10 521

На основе указанных данных можно построить графики. По наклону графиков делается вывод о влиянии изменения каждой переменной на изменение NPV. Наклон линий регрессии показывает, насколько чувствителен NPV проекта к изменению на каждом входе: чем круче наклон, тем чувствительнее NPV к изменению переменной. В данном случае NPV проекта очень чувствителен к изменению переменных затрат, довольно чувствителен к изменению объема сбыта и относительно нечувствителен к изменению цены капитала.

Анализ сценариев – это метод анализа риска, который рассматривает как чувствительность NPV к изменениям ключевых переменных, так и диапазон вероятностных значений переменных (табл. 7).

Таблица 7

Сценарии реализации инвестиционного проекта

Сценарий	Объем реализации	Цена реализации	NPV, тыс. руб.	Вероятность	Результат
Наихудший	15 000	1 700	-10 079	0,25	-2 520
Наиболее вероятный	25 000	2 200	12 075	0,50	6 038
Наилучший	35 000	2 700	41 752	0,25	10 438
Ожидаемый NPV	-	-	-	-	13 956
О NPV	-	-	-	-	18 421

Анализ сценариев предполагает расчёт NPV по каждому из трёх возможных вариантов – наихудшему, наилучшему и наиболее вероятному. Видно, что наиболее вероятная ситуация прогнозирует положительный NPV; наихудшая ситуация даёт отрицательный NPV, а наилучшая ситуация ведёт к очень большому положительному NPV. Далее можно рассчитать ожидаемое значение NPV, среднее квадратическое отклонение и коэффициент вариации. Для этого необходимо оценить вероятность осуществления каждого сценария. Предположим, руководство считает, что вероятность возникновения наихудшей ситуации равна 25 %, наиболее вероятной – 50 % и наилучшей – 25 %. Разумеется, точно оценить вероятность осуществления сценариев очень трудно. В таблице 7 есть дискретное распределение вероятностей доходов. Ожидаемое значение NPV:

$$0,25(-10079) + 0,50*12075 + 0,25*41752 = 13956.$$

Полученное значение отличается от NPV базового варианта. Это объясняется тем, что две исходные переменные, объём реализации и цена, варьируют неодинаково – большая вариация первой переменной приводит к сдвигу ожидаемого NPV в сторону увеличения. Среднее квадратическое отклонение NPV:

$$\sigma_{NPV} = (0,25(-10079 - 13956)^2 + 0,50(12075 - 13956)^2 + 0,25(41752 - 13956)^2)^{1/2} = 18421.$$

Наконец, коэффициент вариации NPV проекта равен

$$CV = \sigma_{NPV} / E(NPV) = 18421 / 13956 = 1,3.$$

Для того чтобы получить представление об относительной корпоративной рисковости проекта, можно сравнить коэффициенты вариации NPV нового и среднего проекта фирмы. Если коэффициент нового проекта выше, чем среднего, то можно сделать вывод, что данный проект более рисковый, чем остальные.

Ещё один метод оценки риска – *анализ дерева решений*. Часто затраты на реализацию проекта не являются одномоментными, а осуществляются в течение периода, исчисляемого годами, что даёт возможность менеджерам пересмотреть принятие решения и либо вложить в проект дополнительные денежные средства, либо его прекратить (отвергнуть). Проекты, структура которых позволяет делать капиталовложения в течение нескольких лет, часто оцениваются с использованием *дерева решений*.

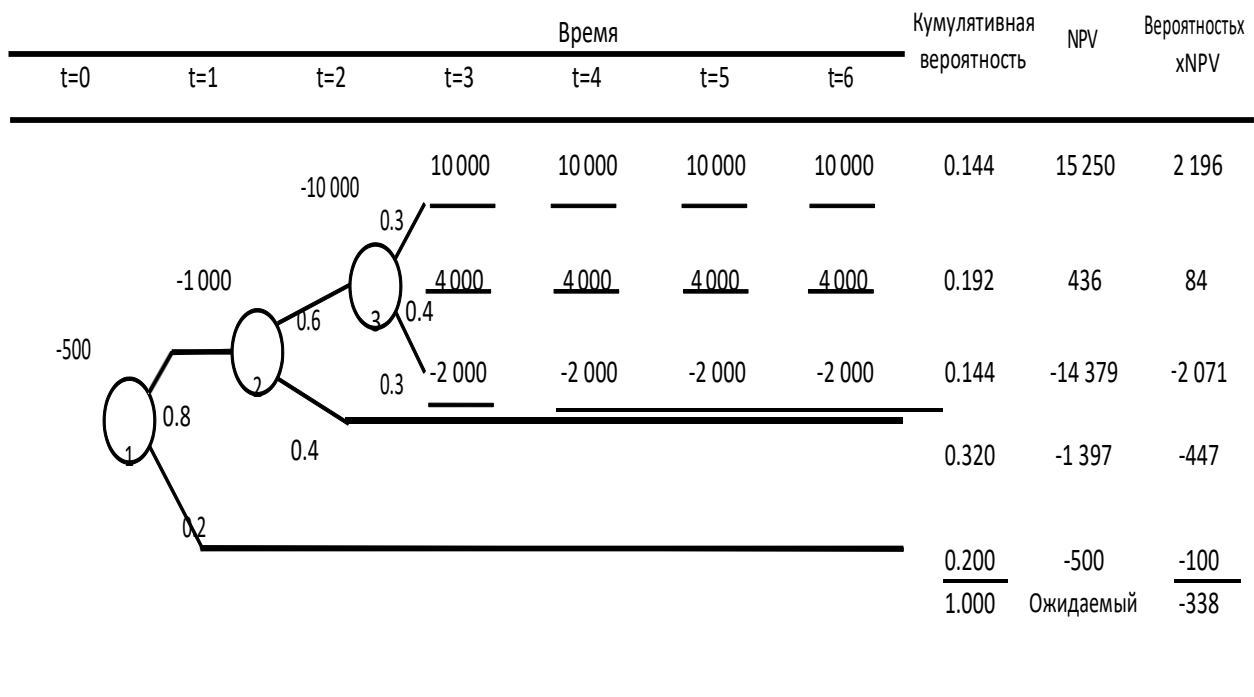
Например, предположим, что компания рассматривает возможность производства промышленных роботов для отрасли промышленности, выпускающей телевизоры. Чистые инвестиции по этому проекту осуществляются в три этапа:

Этап 1. В момент времени $t=0$, который в данном случае имеет место где-то в ближайшем будущем, проводится изучение (стоимостью в 500 000 долл) рыночного потенциала для применения роботов на линиях сборки телевизоров.

Этап 2. Если окажется, что значительный рынок для телевизионных сборочных роботов существует, тогда в момент $t = 1$ расходуется 1 млн долл. на разработку и изготовление нескольких опытных образцов роботов, которые затем оцениваются инженерами из телевизионной промышленности, и их мнения определяют, будет ли фирма продолжать работу над проектом.

Этап 3. Если опытные образцы роботов хорошо себя покажут, тогда в момент времени $t = 2$ в строительство производственного предприятия инвестируется 10 млн долл. Менеджеры прогнозируют, что чистый денежный поток, генерируемый в течение последующих четырёх лет, может варьировать в зависимости от спроса на продукцию. В лучшем случае (вероятность 30 %) денежные поступления составят ежегодно по 10 млн долл, наиболее вероятно, что они составят по 4 млн долл ежегодно (вероятность 40 %), в худшем случае фирма будет нести ежегодный убыток в размере 2 млн долл (вероятность 30 %).

Для решения этой задачи целесообразно построить дерево решений (рис. 2).



Анализ дерева решений (в тыс. дол)

Рис. 2. Дерево решений

В данном случае считается, что между решениями проходит один год. Каждый кружок означает выбор того или иного решения. Значения кумулятивных вероятностей получены перемножением всех значений вероятностей на конкретных ветвях дерева. Они показывают вероятность наступления каждого конечного исхода. Далее приведён NPV каждого конечного итога. Цена капитала компании 11,5 %. В последней колонке представлены произведения NPV для каждой ветви на значение объединённой вероятности этой ветви, а сумма этих произведений – это ожидаемое значение NPV проекта. Таким образом, исходя из условий примера, ожидаемое значение NPV проекта равно – 338 000 долл.

Поскольку ожидаемый NPV отрицателен, может показаться, что фирме следует отвергнуть проект, однако такое заключение может быть преждевременным. Во-первых, руководство считало риск проекта средним, следовательно, для его оценки использовалась неоткорректированная цена капитала. Однако теперь компании следует проанализировать, не является ли данный проект более или менее рискованным, чем в среднем. Проект может быть прекращён, и данная возможность, по-видимому, может оказать на анализ значительное влияние. Проект может иметь иную ценность с точки зрения управленческих возможностей.

ГЛАВА 4. АНТИКРИЗИСНОЕ ФИНАНСОВОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Тема 12. Диагностика вероятности банкротства

Прогнозирование вероятности банкротства является важным направлением антикризисного управления хозяйствующим субъектом и предметом диагностики финансового кризиса.

Для оценки риска банкротства предприятия и его предупреждения менеджеры используют специальные алгоритмы. Существуют три подхода к диагностике кризисного состояния предприятия – объективный, субъективный и смешанный (комбинированный). В их основу положены различные методы, которые можно классифицировать по большому числу признаков. В мировой практике наибольшее распространение получили первые два подхода.

Объективный подход основан на фактических (объективных) данных отчетной документации предприятия. Его содержание формируют количественные методы (стохастические и детерминированные). Суть объективного подхода заключается в разбиении анализируемых предприятий на классы – с высокой и низкой вероятностью банкротства. В основу метода положена функция отбора с определяющими факторами (показателями) для отнесения предприятий к тому или иному классу. Количество факторов, как правило, колеблется в пределах от двух до семи.

Субъективный подход предполагает экспертную оценку риска кризиса финансового состояния и управления в организации на основе разработанных стандартов. Этот подход реализуется в качественных методах.

Смешанный (комбинированный) подход сочетает в себе первые два.

Родоначальницей количественных стохастических моделей прогнозирования вероятности банкротства считается двухфакторная модель, предложенная известным западным экономистом Э. Альтманом:

$$Z = -0,3877 + (-1,0736) * K_n + 0,0579 * K_z.$$

Она основана на двух ключевых показателях, влияющих на несостоятельность (банкротство) предприятия. Это коэффициент текущей ликвидности (покрытия) (K_n) и показатель доли заемных средств в общих пассивах предприятия (K_z). Константа $-0,3877$ показывает силу воздействия неучитенных факторов. Если результат (Z) оказывается отрицательной величиной, то вероятность банкротства низкая, если положительной – то высокая.

Модели- Z получили широкое распространение в зарубежном менеджменте в силу ряда их достоинств. Это многокритериальность данных моде-

лей, обеспечивающая охват широкого круга симптомов возможного кризисного состояния; возможность оценки одновременного влияния всех факторов; исключения тех факторов, которые оказывают взаимное влияние; простота применения (практически все модели можно рассчитать, обладая информацией, содержащейся в бухгалтерской отчетности); достаточно высокая точность прогноза. Однако их механический перенос в отечественную практику невозможен, поскольку состав и значение факторов этих методов, а также темпы инфляции, условия кредитования, особенности налогообложения и другие важные макро- и микроэкономические показатели в России несколько иные, чем в странах с развитой рыночной экономикой.

Отечественные модели-Z являются модификациями моделей Альтмана и других зарубежных экономистов, попыткой их адаптации к российским условиям. Весовые и пороговые значения коэффициентов и индексов Z не пересчитывались авторами долгие годы, что делает не вполне корректными результаты применения этих моделей в тех отраслях российской экономики, для которых они разрабатывались.

К основным недостаткам стохастических моделей следует отнести их неустойчивость к изменениям в исходной информации, а также отсутствие статистической однородности выборки событий по причине различий в условиях функционирования отраслей экономики.

В определенной степени недостатки вышеназванной группы моделей устраняют одни многокритериальные модели, основанные на детерминированном анализе.

Однокритериальные модели позволяют количественно оценить вероятность банкротства организации по одному частному показателю. Однако они неактивно используются на практике в целях прогнозирования банкротства ввиду невысокой степени их объективности (по причине узкого числа оценочных индикаторов). Более широкое распространение в российской практике диагностики банкротства получили многокритериальные модели, поскольку они охватывают многие сферы деятельности организации и учитывают отраслевые особенности. В их основу положены методы комплексного и скоррингового анализов. Многокритериальные модели диагностики на основе комплексного анализа предполагают расчет интегрального показателя. Скорринговые модели классифицируют организации по степени риска банкротства, исходя из фактического и нормативного уровней показателей, а также их рейтинга. Позитивным шагом в направлении создания скорринговых российских методик прогнозирования банкротства стала разработка группы ученых Казанского государственного технологического университета. Это модель прогнозирования банкротства с учетом

специфики отраслей. В основе ее методики лежит деление анализируемых предприятий на классы кредитоспособности:

- к первому классу кредитоспособности относят фирмы, имеющие хорошее финансовое состояние (финансовые показатели выше среднеотраслевых, с минимальным риском невозврата кредита);

- ко второму – предприятия с удовлетворительным финансовым состоянием (с показателями на уровне среднеотраслевых, с нормальным риском невозврата кредита);

- к третьему классу – компании с неудовлетворительным финансовым состоянием, имеющие показатели на уровне ниже среднеотраслевых, с повышенным риском непогашения кредита.

Расчет класса кредитоспособности связан с классификацией оборотных активов по степени их ликвидности. Шкала критических уровней, по которым осуществляется классификация предприятий, строится на средних величинах коэффициентов ликвидности и финансовой устойчивости, рассчитанных на основе фактических данных предприятий одной отрасли. Основу качественных моделей диагностики вероятности банкротства составляют экспертные оценки финансового состояния организации и ее управления по определенному ряду неформализованных критериев. К числу наиболее известных и раскрытых в специальной экономической литературе качественных методов можно отнести метод балльной оценки Аргенти, рекомендации Комитета по обобщению практики аудирования, систему качественных критериев антикризисной диагностики В. В. Ковалева и В. П. Привалова. Суть качественного подхода к прогнозированию банкротства поясним на примере метода Аргенти. Согласно этой методике порядок проведения оценки риска кризиса начинается с предположений, что на предприятии идет процесс, ведущий к банкротству, который может завершиться по прошествии нескольких лет. Процесс характеризуется следующими стадиями. Недостатки, присущие системе управления предприятиями, приводят к ошибкам, которые может совершить предприятие. Вследствие совершенных ошибок проявляются симптомы приближающейся неплатежеспособности. На каждой из стадий анализируемым показателям присваиваются либо баллы, согласно методике Аргенти, либо ноль. Затем рассчитывается итоговое количество баллов по каждой из стадий и агрегированный показатель по предприятию.

К преимуществам качественных моделей следует отнести возможность их использования в условиях ограниченности исходной информации в различных видах экономической деятельности. Однако такой серьезный недостаток качественных моделей, как высокая степень субъективности

экспертного прогноза, ставит под вопрос возможность их обособленного (от количественных методов) применения.

Российским аналитикам, работающим в этом направлении финансового менеджмента, рекомендуется при наличии многочисленных методов оценки вероятности банкротства на практике для выбора наиболее приемлемого применять ситуационный подход.

Тема 13. Реструктуризация предприятия

Результаты диагностики вероятности банкротства позволяют не только определиться с причинами и масштабами нарушений структуры капитала, активов и обязательств предприятия, размерами снижения его рыночной стоимости, но и ответить на вопрос о возможности (или невозможности) осуществления финансовой стабилизации на основе реорганизации в ходе досудебной санации.

Согласно законодательству РФ реорганизация предприятий (акционерных обществ) может быть осуществлена в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования. Формирование имущества обществ, создаваемых в результате реорганизации, осуществляют только за счёт имущества реорганизуемых обществ. Общество считается реорганизованным, за исключением случаев реорганизации в форме присоединения, с момента государственной регистрации вновь возникших юридических лиц. При реорганизации общества путём присоединения к другому обществу первое из них считают реорганизованным, с момента внесения органом государственной регистрации записи о прекращении деятельности присоединённого общества в единый государственный реестр юридических лиц. Не позднее 30 дней с даты принятия решения о реорганизации общества, а при его реорганизации в форме слияния или присоединения – с даты принятия решения об этом последнем из обществ, участвующих в слиянии или присоединении, общество обязано письменно уведомить об этом своих кредиторов и опубликовать в специальном печатном издании сообщение о принятом решении.

Кредиторы общества в течение 30 дней с даты направления им уведомления, или в течение 30 дней с даты опубликования сообщения о принятии решения, вправе в письменной форме потребовать досрочного прекращения или исполнения его обязательств и возмещения им убытков.

Государственную регистрацию обществ, созданных в результате реорганизации, и внесение записей о прекращении их деятельности осуществляют при наличии доказательств об уведомлении кредиторов.

Если разделительный баланс или передаточный акт не даёт возможности установить правопреемника реорганизованного общества, то юридические лица, созданные в результате реорганизации, несут солидарную ответственность по обязательствам реорганизованного общества перед его кредиторами.

Слиянием считают возникновение нового общества посредством передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением деятельности последних. Юридические лица, участвующие в слиянии, заключают между собой договор. Последний определяет порядок и условия слияния, а также порядок конвертации акций каждого общества в акции нового общества. Совет директоров акционерного общества выносит на решение общего собрания акционеров каждого общества, участвующего в слиянии, вопрос о реорганизации в форме слияния, об утверждении договора и устава общества, создаваемого в результате слияния.

Образование органов вновь формируемого общества осуществляют на совместном общем собрании акционеров обществ, участвующих в слиянии. Порядок голосования на совместном общем собрании акционеров может быть установлен договором о слиянии общества. При слиянии акции общества, принадлежащие другому обществу, участвующему в слиянии, а также собственные акции, принадлежащие участвующему в слиянии обществу, погашают.

Присоединением общества считают прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех прав и обязанностей другому акционерному обществу. Правовые отношения по присоединению обществ регулируют специальным договором. Последний устанавливает порядок и условия присоединения, а также порядок конвертации акций присоединяемого общества в акции общества, к которому осуществляют присоединение. Совет директоров каждого общества выносит на рассмотрение общего собрания акционеров своего общества, участвующего в присоединении, вопрос о реорганизации и об утверждении договора о присоединении. Совет директоров присоединяемого общества также выносит на рассмотрение общего собрания акционеров вопрос об утверждении передаточного акта. Совместное общее собрание акционеров указанных обществ принимает решение о внесении изменений и дополнений в Устав. В случае присоединения одного общества к другому к последнему переходят все права и обязанности присоединяемого общества согласно передаточному акту.

Одной из ключевых проблем управления финансами является регулирование денежных отношений, возникающих в процессе поглощения какого-либо предприятия другим предприятием, или при слиянии двух или

более фирм. В рамках данной общей проблемы можно сформулировать наиболее частные аспекты роли корпоративных финансов и финансового менеджмента в процессе поглощения и слияния предприятий:

1. Преимущества поглощения зависят от того, насколько этот процесс соответствует стратегическим целям корпорации. Эти преимущества с достаточной степенью точности можно оценить, используя метод дисконтированного денежного потока.

2. При поглощении одним предприятием другого целесообразно учитывать ряд факторов – юридический, налоговый, учётный.

3. Поглощение используется акционерами как инструмент контроля за действиями руководства предприятия. Иногда поглощение является результатом конфликта между менеджерами и акционерами, и принятие решения о смене дирекции в результате поглощения служит средством его разрешения.

4. Слияние и поглощение часто предполагают недружественные операции и не всегда заканчиваются проведением спокойных переговоров между предприятиями. Поглощаемое предприятие часто сопротивляется предприятию-инвестору и может занять оборонительную позицию.

Главным мотивом для многих слияний является рост капитализированной стоимости объединённого предприятия. Если компании А и В сливаются для создания компании С и если капитализированная стоимость С превосходит сумму стоимостей, которые имели А и В в отдельности, то говорят, что произошла *синергия*. Синергетический эффект может возникнуть:

- 1) благодаря операционной экономии, возникающей в результате возрастающей отдачи от масштаба управления, маркетинга, производства или распределения;
- 2) финансовой экономии, проявляющейся в более низких транзакционных затратах и лучшей подготовке сделок аналитиками;
- 3) дифференцированной эффективности, означающей, что управление одной из фирм было неэффективным, и после слияния активы фирмы станут более производительными;
- 4) возросшей рыночной мощи из-за снижения конкуренции.

Операционная и финансовая экономия желательны, так как слияния увеличивают эффективность управления, в то же время слияния, которые уменьшают конкуренцию, нежелательны и незаконны.

Иногда возникает ситуация, что слияние компаний происходит в недружественной обстановке и напоминает захват одной компанией другой.

Фирму, которую стремятся захватить, принято называть целевой фирмой. Целевые фирмы разрабатывают свою тактику защиты, которая может включать следующие приёмы:

- дополнение устава оговоркой, что требуется не менее 75 % голосов акционеров для одобрения решения о слиянии;
- попытка убедить акционеров целевой фирмы в том, что предложенная им за акции цена слишком мала;
- скупка собственных акций для стимулирования роста цен, по которым они будут предложены потенциальным покупателям;
- приглашение «белых рыцарей», более приемлемых для управляющих целевой фирмы по сравнению с потенциальными покупателями;
- принятие «отравленных пилюль» – это такие приёмы, как займы на условиях, предусматривающих немедленное их погашение в случае, если фирму купят; продажа по договорной цене тех активов, которые сделали эту фирму желанной целью для слияния; раздаривание расточительных «золотых парашютов» своим управляющим, приводящих к такому оттоку денежных средств, которое делает слияние невыполнимым; планирование защитных слияний, которые наделяют фирму активами сомнительной ценности и сопровождаются огромными затратами по обслуживанию заёмного капитала и др.

В целях определения финансовой эффективности проекта поглощения или слияния используют стандартный метод, который базируется на технике дисконтирования денежных потоков. Данный метод включает следующие действия:

- определение параметров, которые необходимы для расчёта денежного потока поглощаемой компании при рассмотрении различных сценариев роста и рентабельности;
- оценка минимально допустимой нормы доходности для проекта поглощения;
- расчёт максимально допустимой цены приобретения для различных сценариев при минимально допустимой норме рентабельности проекта;
- определение нормы доходности, которую получит инвестор при различных сценариях роста и рентабельности.

Минимально допустимая норма доходности проекта поглощения определяется затратами на капитал компании-инвестора, скорректированными с учётом уровня риска данного проекта.

Для расчёта затрат на капитал используется формула Модильяни – Миллера (CAPM – Capital Asset Pricing Model).

Согласно модели САРМ

$$K_c = K_{rg} + B (K_m - K_{rg}),$$

где K_c – ожидаемая доходность акций данной компании;

K_{rg} – доходность безрисковых ценных бумаг;

K_m – ожидаемая доходность в среднем на фондовом рынке;

B – бета-коэффициент данной компании.

Показатель $(K_m - K_{rg})$ представляет собой рыночную (в среднем) премию за риск инвестирования своего капитала в корпоративные ценные бумаги (акции и облигации) других компаний. Аналогично показатель $(K_c - K_{rg})$ выражает премию за риск вложения капитала в эмиссионные ценные бумаги данной компании. Модель САРМ означает, что премия за риск инвестирования в ценные бумаги данной компании прямо пропорциональна рыночной премии за риск.

Системный риск в рамках модели САРМ определяется с помощью B -коэффициентов. Каждый вид ценной бумаги имеет собственный B -коэффициент. Он выражает индекс доходности данного финансового актива по отношению к средней доходности на фондовом рынке в целом. Значение B -коэффициента устанавливается по статистическим данным для каждой акционерной компании, котирующей свои ценные бумаги на фондовой бирже, и периодически публикуется в специальной справочной литературе.

По рынку ценных бумаг в целом B -коэффициент равен единице, а для большинства корпораций он колеблется в диапазоне 0,5–2,0.

Интерпретация B -коэффициента следующая:

$B = 1$ означает, что акции данной компании имеют среднюю степень риска, которая сложилась на рынке в целом;

$B > 1$ – ценные бумаги данной компании более рискованны, чем в среднем на рынке;

$B < 1$ – ценные бумаги данной компании менее рискованны, чем в среднем на фондовом рынке.

Определение максимально допустимой цены приобретения компании для различных сценариев при минимально допустимой норме доходности предполагает полное исключение эффекта инфляции. Цена компании должна быть выражена в стоимостном выражении на дату осуществления проекта поглощения. Данный подход предполагает прогнозирование реальных денежных потоков в отечественной валюте и их последующее дисконтирование с использованием реального значения затрат на капитал. Метод

расчёта, основанный на реальных денежных потоках в национальной валюте и реальном значении затрат на капитал, содержит минимальное количество составляющих, потенциально способных исказить прогнозируемые денежные потоки. Для оценки эффективности проекта поглощения применительно к предприятию-инвестору могут быть использованы следующие финансовые показатели:

- прибыль в расчёте на одну акцию;
- коэффициент «долг – собственный капитал»;
- показатель возможного прироста долговой нагрузки. Эти показатели определяются для предприятия-инвестора:
 - до осуществления проекта поглощения;
 - после реализации проекта поглощения с финансированием за счёт заёмных денежных средств;
 - после реализации проекта поглощения с финансированием за счёт эмиссии акций.

Показатель прибыли в расчёте на одну акцию выше при финансировании проекта поглощения за счёт заёмных средств по сравнению с таким же показателем при финансировании за счёт выпуска акций. Параметр «долг – собственный капитал» также выше при финансировании проекта поглощения за счёт заёмных средств по сравнению с аналогичным показателем при финансировании за счёт эмиссии акций. Знаменатель формулы для расчёта показателя прибыли на одну акцию относительно выше при финансировании проекта поглощения за счёт выпуска акций, чем при финансировании за счёт заёмных средств. При этом числитель формулы для расчёта прибыли на одну акцию в случае финансирования за счёт эмиссии акций относительно больше, чем при финансировании за счёт заёмных средств. Однако высокие проценты по кредиту и высокая цена поглощаемой компании по сравнению с компанией-инвестором часто не могут перекрыть влияние дополнительной эмиссии акций на снижение параметра прибыли на одну акцию. Поэтому вполне можно считать, что коэффициент «долг – собственный капитал» выше при финансировании проекта поглощения за счёт заёмных средств.

Показатель потенциального прироста долговых обязательств отражает возможность предприятия-инвестора осуществить финансирование проекта поглощения за счёт заёмных средств. Данный параметр рассчитывается как разница между значением фактического (прогнозного) коэффициента «долг – собственный капитал» и значением ориентира для коэффициента «долг – собственный капитал». Величину последнего устанавливает

руководство предприятия, исходя из оптимальной структуры капитала. Если показатель возможного прироста долговых обязательств имеет отрицательное значение, то финансировать проект поглощения за счёт заёмных средств нецелесообразно. В ином случае необходимо скорректировать политику предприятия в отношении оптимальной структуры капитала, т. е. соотношения заёмных и собственных средств.

Использование данного методического подхода к оценке проекта и выбору способа его финансирования позволяет принять обоснованное решение о реализации проекта поглощения. Такой методический подход учитывает специфику экономической ситуации в России.

Оценка преимуществ потенциального поглощения – более сложная задача, чем обычный анализ эффективности реальных инвестиционных проектов. Это связано с тем, что большую часть прибыли инвестору могут принести нематериальные активы, которые часто сложно оценить. Следовательно, существует большая вероятность совершения ошибки при оценке проекта поглощения.

Для нивелирования такой ошибки можно рекомендовать несколько правил, которые необходимо соблюдать инвесторам.

1. Нельзя оставлять без внимания рыночную стоимость предприятия (компании). Её нет нужды рассчитывать, если она чётко проявляется на рынке.

2. Оценивается только положительный денежный поток для целей поглощения.

3. Используется реальная ставка дисконта. Это означает, что дисконтная ставка должна быть выше определённого уровня, ниже которого денежный поток при поглощении становится отрицательным.

4. Целесообразно принимать во внимание стоимость оформления сделки.

Это означает, что есть смысл минимизировать размеры комиссионного вознаграждения инвестиционным банкам и юристам, а также затраты на выполнение требуемых стандартов раскрытия информации.

Разделением общества считают прекращение его деятельности и передачу всех прав и обязанностей вновь образуемым обществам. Совет директоров реорганизуемого в форме разделения общества выносит на рассмотрение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации общества в форме разделения, порядке и условиях этого разделения, о создании новых обществ и порядке конвертации акций реорганизуемого общества в акции вновь образуемых обществ, а также об утверждении разделительного

баланса. Общее собрание акционеров каждого вновь создаваемого общества принимает решение об утверждении его устава и образовании его органов. Каждый акционер реорганизуемого общества, голосовавший против или не принимавший участия в голосовании по вопросу о его реорганизации, должен получить акции каждого общества, создаваемого в результате разделения, предоставляющие ему такие же права, что и акции, принадлежащие ему в реорганизуемом обществе. При разделении общества все его права и обязанности переходят к двум или нескольким вновь образуемым обществам, в соответствии с разделительным балансом.

Выделением общества считается создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества, с сохранением деятельности последнего. Совет директоров реорганизуемого общества выносит на рассмотрение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации общества в форме выделения, о порядке и об условиях выделения, о создании нового общества, о конвертации акций реорганизуемого общества в акции создаваемого общества и о порядке такой конвертации (распределения, приобретения), а также об утверждении разделительного баланса. Общее собрание акционеров каждого создаваемого общества принимает решение об утверждении его устава и образовании его органов. Если решение о реорганизации общества в форме выделения предусматривает конвертацию акций реорганизуемого общества в акции создаваемого общества или распределение акций создаваемого общества среди акционеров реорганизуемого общества, то каждый акционер последнего, голосовавший против или не участвующий в голосовании по вопросу реорганизации общества, должен получить акции каждого общества, создаваемого в результате выделения.

Тема 14. Процедура банкротства

Если меры по восстановлению платежеспособности должника в ходе досудебной санации не дали положительного результата, то в отношении предприятия открывается **процедура банкротства**. Определение банкротства приведено в ст. 2 Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)»: несостоятельность (банкротство) – это признанная арбитражным судом неспособность должника в полном объеме удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей.

Внешним признаком банкротства организации (предприятия) является приостановление его текущих платежей. Основных же признаков, по которым арбитражный суд может возбудить дело о банкротстве предприятия, два – трехмесячный срок неисполнения требований кредиторов или обязательств по уплате обязательных платежей с момента наступления даты их исполнения; совокупный объем требований кредиторов к должнику в сумме не менее 100 тыс. руб.

Исключения составляют стратегические организации и предприятия – субъекты естественных монополий. Для них законом установлен шестимесячный срок неисполнения обязательств с даты, когда они должны быть исполнены. Объем требований кредиторов к этим должникам в совокупности должен составлять не менее 500 тыс. руб.

Причины, обуславливающие кризисное финансовое состояние организации, разделяют на *внешние и внутренние*. В число внешних входят экономические, политические, демографические, научно-технические, культурные, социальные, экологические. К внутренним факторам относят организационные, производственные, ресурсные, кадровые, рыночные.

В экономической теории и практике выделяют следующие виды банкротства:

– явное (реальное) банкротство – юридически признанная неспособность предприятия осуществлять эффективную хозяйственную деятельность вследствие значительных потерь используемого капитала;

– техническое банкротство – финансовая несостоятельность предприятия в ситуации, когда его дебиторская задолженность превышает кредиторскую, а объем его активов значительно больше объема его обязательств (при эффективном антикризисном управлении предприятием технических банкротств, как правило, не бывает);

– умышленное (преднамеренное) банкротство – банкротство предприятия-должника по вине его учредителей (участников) или иных лиц, в том числе по вине руководителя должника, которые имеют право давать обязательные для должника указания либо иным образом определять его действия;

– фиктивное банкротство – подача в арбитражный суд заявления о банкротстве должником, способным удовлетворить требования кредиторов в полном объеме (подлежит уголовному преследованию, как и преднамеренное банкротство);

– трансграничная несостоятельность (банкротство) – ситуация, когда несостоятельный должник имеет активы в нескольких государствах или когда в числе кредиторов должника имеются кредиторы из другого государства, чем то, в котором осуществляется производство по делу о банкротстве.

Все процедуры банкротства, применяемые к предприятиям-должникам, закон разделяет на *восстановительные и ликвидационные*. К восстановительным судебным процедурам относят наблюдение; финансовое оздоровление; внешнее управление; мировое соглашение. Восстановительные процедуры призваны сохранить предприятие-должника, вытащить его из долговой ямы.

Ликвидационная процедура ведет к прекращению деятельности предприятия и предусматривает его добровольную ликвидацию по решению суда (конкурсное производство).

Российское законодательство о банкротстве по аналогии с зарубежным отдает предпочтение восстановительным процедурам и рекомендует большой перечень мер устранения неплатежеспособности предприятия.

Реализацию антикризисных процедур в организации-должнике называют антикризисным процессом. Этот процесс управляемый и включает в себя два блока процедур – антикризисное управление и антикризисное регулирование, которые служат общей цели – обеспечению условий, при которых финансовые затруднения не могут приобретать постоянного, устойчивого характера.

Антикризисное управление можно определить как систему мер воздействия на социально-экономические отношения, складывающиеся на уровне предприятия при предупреждении кризиса, реагировании на него, изучении его последствий с целью финансовой стабилизации предприятия и минимизации потерь его рыночной стоимости. Эффективному управлению предприятием призвано содействовать антикризисное государственное регулирование, под которым понимается система мер государственного организационно-экономического и нормативно-правового воздействия на предприятии при предупреждении кризиса, реагировании на него и изучении его последствий для их финансовой стабилизации.

Основными направлениями государственного антикризисного регулирования являются: развитие института банкротства в РФ; разработка и реализация мер антикризисного регулирования во взаимосвязи с другими правительственными мероприятиями по стабилизации макроэкономиче-

ской ситуации в стране и улучшению инвестиционного климата; совершенствование различных форм государственной поддержки неплатежеспособных предприятий.

В настоящее время основными законодательными актами, принятыми на основании ГК РФ и специально регулируемыми отношения несостоятельности, являются Федеральный закон от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (в редакции Федерального закона от 17 июля 2009 г. № 145-ФЗ), Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 40-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций» (в редакции Федерального закона от 28 апреля 2009 г. № 73-ФЗ), Федеральный закон от 09 июля 2002 г. № 83-ФЗ «О финансовом оздоровлении сельхозтоваропроизводителей», Федеральный закон от 18 июля 2005 г. № 88-ФЗ «Об особенностях несостоятельности (банкротстве) субъектов естественных монополий топливно-энергетического комплекса». За последние годы в Закон № 127ФЗ было внесено большое число поправок и дополнений.

Наблюдение – процедура банкротства, применяемая к должнику в целях обеспечения сохранности имущества должника, проведения анализа его финансового состояния, составления реестра требований кредиторов и проведения первого собрания кредиторов. Процедура вводится на срок до семи месяцев, если выполняются следующие условия: требования заявителя не удовлетворены на дату судебного заседания, совокупный объем требований кредиторов превышает установленный законом минимум, требования не исполнены в течение более чем трех месяцев с наступления даты их исполнения, вступило в силу решение суда по взысканию задолженности в принудительном порядке. При этом соблюдать 30-дневный срок для взыскания необязательно. Проводит ее временный управляющий. Введение наблюдения и утверждение временного управляющего не влекут за собой отстранения от должности руководителя должника.

В числе основных целей процедуры: обеспечение сохранности имущества должника, проведение анализа его финансового состояния с определением наличия (отсутствия) признаков фиктивного и преднамеренного банкротства, составление реестра требований кредиторов, организация работы с дебиторами, проведение первого собрания кредиторов с принятием решения о возможности восстановления платежеспособности должника и применении к нему последующих процедур.

Анализ и оценка финансового состояния должника проводятся во всех процедурах банкротства с целью определения достаточности принадлежащего должнику имущества для покрытия судебных расходов, расходов на выплату вознаграждения арбитражному управляющему, а также возможности восстановления платежеспособности должника.

Финансовый анализ включает два блока – анализ условий деятельности должника и рынков, на которых она осуществляется, и анализ финансового состояния (коэффициентный анализ, углубленный анализ активов и пассивов, анализ операционного риска).

Целью коэффициентного анализа является установление причин утраты платежеспособности. Выводы делаются на основе динамики десяти коэффициентов, характеризующих платежеспособность, финансовую устойчивость и деловую активность.

Углубленный анализ активов и пассивов направлен на выявление внутрихозяйственных резервов восстановления платежеспособности должника.

В результате анализа операционного риска должна быть установлена возможность безубыточной деятельности должника. С этой целью анализируются затраты на производство продукции, цены реализации, рыночные цены на аналогичную продукцию. В этом разделе также изучаются возможности расширения сбыта с учетом внутренних и внешних факторов.

Признаки преднамеренного банкротства выявляются как в течение периода, предшествующего возбуждению дела о банкротстве, так и в ходе процедур банкротства. Выявление признаков преднамеренного банкротства осуществляется в два этапа. На первом этапе проводится анализ значений и динамики коэффициентов, характеризующих платежеспособность должника. Если в результате установлено существенное ухудшение значений двух и более коэффициентов, то проводится второй этап проверки, который заключается в анализе сделок должника и действий органов управления должника за исследуемый период, которые могли быть причиной такого ухудшения. По результатам анализа значений и динамики коэффициентов, характеризующих платежеспособность должника и его сделок делается один из следующих выводов: а) об отсутствии признаков преднамеренного банкротства – если арбитражным управляющим не выявлены соответствующие сделки или действия; б) о наличии признаков преднамеренного банкротства, если соответствующие сделки и действия выявлены; в) о невозможности проведения проверки – при отсутствии необходимых документов.

По результатам проверки арбитражным управляющим составляется заключение о наличии (отсутствии) признаков фиктивного или преднамеренного банкротства с расчетами и обоснованиями.

Процедура финансового оздоровления применяется к должнику в целях восстановления его платежеспособности и погашения задолженности в соответствии с графиком. Арбитражный суд вводит финансовое оздоровление по ходатайству должника, учредителей (участников) должника, органа, уполномоченного собственником имущества должника – унитарного предприятия, третьих лиц на срок не более двух лет и утверждает административного управляющего.

Центральным мероприятием финансового оздоровления является погашение должником своей задолженности в соответствии с графиком. Оно должно быть обеспечено залогом, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией, поручительством и иными способами, не противоречащими действующему законодательству, в размере 120 % обязательств должника.

Реализация целей и задач финансового оздоровления в значительной мере зависит от плана финансового оздоровления и графика погашения задолженности. План финансового оздоровления разрабатывается в случае отсутствия обеспечения исполнения должником обязательств, включенных в реестр. Он составляется учредителями (участниками) должника, собственником имущества должника – унитарного предприятия, утверждается собранием кредиторов и должен содержать обоснование возможности удовлетворения требований кредиторов в соответствии с графиком. Очередность удовлетворения требований кредиторов в этой процедуре в основном такая же, как и в конкурсном производстве.

За месяц до окончания финансового оздоровления должник обязан предоставить административному управляющему отчет о результатах процедуры. К нему прилагаются следующие документы: баланс должника на последнюю отчетную дату; отчет о прибылях и убытках; документы, подтверждающие погашение требований кредитов. Административный управляющий на основе отчета должника составляет заключение о выполнении плана, графика и об удовлетворении требований кредиторов. Заключение направляется кредиторам и в арбитражный суд, который в установленные сроки решает вопрос о последующих процедурах.

Если по результатам процедуры наблюдения и финансового оздоровления была выявлена возможность восстановления платежеспособности должника, арбитражным судом вводится процедура внешнего управления.

Он отменяет ранее принятые меры по обеспечению требований кредиторов (аресты на имущество должника) и вводит мораторий на их удовлетворение. Внешний управляющий самостоятельно распоряжается принятым в ведение имуществом должника, может заключать от его имени мировое соглашение, заявлять отказ от исполнения договоров.

Арбитражный управляющий не позднее чем через месяц после своего утверждения обязан разработать план внешнего управления, который должен предусматривать меры по восстановлению платежеспособности должника, условия и порядок реализации этих мер, расходы на их реализацию. В комплекс текущих и перспективных мероприятий по восстановлению платежеспособности предприятия-должника могут входить: репрофилирование производства, закрытие нерентабельных производств, взыскание дебиторской задолженности, продажа части имущества должника и предприятия в целом, уступка прав требования должника, исполнение обязательств должника собственником имущества должника – унитарного предприятия, учредителями должника или третьим лицом, увеличение уставного капитала должника за счет взносов участников и третьих лиц, размещение дополнительных обыкновенных акций должника, замещение активов должника, исполнение требований по обязательным платежам должника собственником имущества, учредителями или третьим лицом и др.

Антикризисная стратегия предприятия-должника в ходе восстановительных процедур должна быть направлена на его финансовую стабилизацию и минимизацию потерь (а в будущем – восстановление и рост) рыночной стоимости бизнеса. Механизмы финансовой стабилизации предприятия и критерии эффективности реализуемых мероприятий подробно рассматриваются многими авторами.

Чтобы дать должнику возможность реализовать мероприятия по восстановлению платежеспособности и улучшению финансового состояния, с момента введения внешнего управления устанавливается мораторий на удовлетворение требований кредиторов. Он распространяется на денежные обязательства и обязательные платежи, сроки исполнения которых наступили до введения внешнего управления, а также на требования кредиторов о возмещении убытков, связанных с отказом внешнего управляющего от исполнения договоров. Мораторий не распространяется на требования кредиторов первой и второй очереди, а также текущие платежи.

Конкурсное производство – процедура банкротства, применяемая к должнику, который признан банкротом, в целях соразмерного удовлетворения требований кредиторов. Эта процедура является ликвидационной и

завершающей в процессе банкротства предприятия и длится не более шести месяцев. Проводит эту процедуру конкурсный управляющий. Руководитель предприятия-банкрота и его органы управления отстраняются от исполнения профессиональных обязанностей.

Основной целью процедуры конкурсного производства является соразмерное и наиболее полное удовлетворение требований кредиторов. Для ее достижения поэтапно решаются следующие задачи: проведение инвентаризации и оценки имущества организации-банкрота, аккумулирование и реализация его имущества, формирование конкурсной массы, определение объема финансовых обязательств должника, расчеты с кредиторами, составление ликвидационного баланса. Для оценки имущества банкрота конкурсный управляющий привлекает независимого оценщика.

Все имущество должника, имеющееся на дату открытия конкурсного производства и выявленное в его ходе, составляет конкурсную массу. Из нее исключаются имущество, изъятое из оборота, имущественные права, основанные на разрешении на осуществление определенных видов деятельности, жилищный фонд социального назначения, а также иное имущество согласно ст. 132 Закона № 127. Имущество, включенное в конкурсную массу, реализуется на открытых торгах в форме аукциона. Залоговое имущество показывается в составе конкурсной массы отдельной строкой.

Средства, полученные от реализации имущества, поступают на счет банкрота в банке (конкурсный управляющий должен иметь один счет). После реализации имущества и проведения сверки расчетов с дебиторами и кредиторами, с ФНС и внебюджетными фондами конкурсный управляющий производит расчеты с кредиторами.

В процедуре конкурсного производства на различных его этапах ликвидационная комиссия обязана составлять ликвидационные бухгалтерские балансы. Промежуточный ликвидационный баланс составляется по окончании срока, отведенного для предъявления требований кредиторам, до их удовлетворения согласно правилам, установленным ПБУ 4/99, утвержденным Приказом Министерства финансов России от 06 июля 1999 г.

№ 43-н. После завершения расчетов с кредиторами ликвидационная комиссия составляет окончательный ликвидационный баланс. В нем должны быть отражены активы, оставшиеся после окончания всех расчетов ликвидируемой организации, которые ликвидационная комиссия должна передать учредителям. Имущество, оставшееся после расчетов с кредиторами, должно быть распределено между участниками пропорционально их доле

в уставном капитале, а также иными не противоречащими закону способами.

На любой стадии процедуры банкротства должник, его конкурсные кредиторы, уполномоченный орган могут заключить мировое соглашение о прекращении дела о банкротстве на основе взаимных уступок. Оно распространяется только на требования кредиторов (в том числе конкурсных) и уполномоченных органов, включенных в реестр. Заключается письменно и должно содержать положение о порядке и сроках исполнения обязательств должника. С даты утверждения мирового соглашения арбитражным судом должник приступает к погашению задолженности. Обязательство может быть прекращено в денежной и неденежной форме. Взаимная выгода между должником и кредитором может быть найдена в отсрочке или рассрочке исполнения обязательств, в скидке с долга или полном прощении долга, в уступке права требования долга, в исполнении обязательств должника третьим лицом, в обмене требований на ценные бумаги, в отступном, в новации и др. При несоблюдении обязательных условий мировое соглашение может быть расторгнуто арбитражным судом.

ГЛАВА 5. УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ

Тема 15. Корпоративные финансы в стоимостной парадигме

Концепция управления компанией, основанная на максимизации ее стоимости, считается одной из самых успешных, поскольку изменение стоимости предприятия, будучи критерием эффективности хозяйственной деятельности, учитывает практически всю информацию, связанную с его функционированием.

Основой процесса управления стоимостью бизнеса является *сравнительный анализ* стоимостной оценки и возможность повышения стоимости акционерного капитала за счет изменения структуры активов, аккумуляции средств на главных направлениях развития бизнеса и сохранения корпоративного контроля. Внедрение подобной системы управления требует от менеджеров и персонала понимания принципов и резервов создания и повышения стоимости бизнеса.

Термин «стоимость» неоднозначен и не должен употребляться без соответствующего определения. В зависимости от обстоятельств в один и тот же момент времени предприятие может иметь несколько различных стоимостей. Поэтому, приступая к оценке и управлению стоимостью, необходимо установить, о каком показателе стоимости идет речь. Стоимость является не фактом, а оценочным суждением, выносимым на основе доступных фактов и применимых методов выполнения оценочных расчетов. Рыночная стоимость отражает коллективное суждение всех участников сделок и зависит от активности данного рынка.

При использовании понятия стоимости при осуществлении оценочной деятельности указывается конкретный вид стоимости, который определяется предполагаемым использованием результата оценки. Так, в соответствии с Федеральным стандартом оценки № 2 «Цель оценки и виды стоимости» (ФСО № 2)», утвержденным Приказом от 20 июля 2007 г. № 255, определено, что при осуществлении оценочной деятельности используются следующие виды стоимости объекта оценки: рыночная стоимость; инвестиционная стоимость; ликвидационная стоимость; кадастровая стоимость. При определении рыночной стоимости объекта оценки определяется наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на дату оценки на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, когда:

– одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;

– стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;

– объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;

– цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки, когда принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;

– платеж за объект оценки выражен в денежной форме.

Возможность отчуждения на открытом рынке означает, что объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов, при этом срок экспозиции объекта на рынке должен быть достаточным для привлечения внимания необходимого числа потенциальных покупателей.

В соответствии с законодательством рыночная стоимость должна определяться в следующих случаях:

– при изъятии имущества для государственных нужд;

– при определении стоимости размещенных акций общества, приобретаемых обществом по решению общего собрания акционеров или совета директоров (наблюдательного совета) общества;

– при определении стоимости объекта залога, в том числе при ипотеке;

– при определении стоимости ненадежных вкладов в уставный (складочный) капитал;

– при определении стоимости имущества должника в ходе процедур банкротства;

– при определении стоимости безвозмездно полученного имущества.

Для расчета инвестиционной стоимости объекта оценки определяется стоимость для конкретного лица или группы лиц при установлении данным лицом (лицами) инвестиционных целей использования объекта оценки. В отличие от определения рыночной стоимости учет возможности отчуждения по инвестиционной стоимости на открытом рынке не обязателен.

Для расчета ликвидационной стоимости объекта оценки определяется расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.

Для расчета кадастровой стоимости объекта определяется методами массовой оценки рыночная стоимость, установленная и утвержденная в соответствии с законодательством, регулирующим проведение кадастровой оценки. Кадастровая стоимость определяется, в частности, для целей налогообложения.

Федеральные стандарты оценки являются обязательными к применению в определенных случаях, перечень которых содержится в законодательстве, когда же речь идет о стоимостном управлении в действующей компании, то на первый план выступают другие виды стоимости – капитализация; внутренняя (фундаментальная) стоимость; вмененная стоимость.

Капитализация бизнеса может быть выражена показателем рыночной капитализации. Рыночная капитализация представляет собой совокупную стоимость всех (и обыкновенных, и привилегированных) акций компании, выпущенных ею в обращение, определяемую по их рыночным курсам.

Внутренняя (или фундаментальная) стоимость – это расчетная величина, отражающая все доходы и выгоды владения данным бизнесом для существующего собственника. Она определяется на основе всей имеющейся информации о деятельности компании.

Вмененная стоимость – это гипотетическая величина, выражающая стоимость компании, если бы все фундаментальные параметры имели среднеотраслевые значения.

В условиях информационно-эффективных рынков, когда в котировке отражается имеющаяся информация о бизнесе, величина капитализации максимально приближена и к внутренней, и к вмененной стоимости. В реальных же условиях существует множество причин, вызывающих несовершенство финансовых рынков: различный уровень ликвидности ценных бумаг, асимметричность информации, законодательные ограничения и т. п. Поэтому значение стоимости одного и того же бизнеса в разной оценке может отличаться весьма существенно.

Стоимость с течением времени меняется. Иногда резкие изменения происходят за очень короткий период. Изменение стоимости компании может произойти как по причинам изменений, произошедших непосредственно в оцениваемой компании, так и в отрасли или стране в целом. Поэтому очень важно согласовать дату оценки.

В настоящее время разработаны различные подходы к стоимостному управлению. Так, в основе **концепции А. Дамодарана** лежат четыре фактора, воздействующие на стоимость:

1. Денежные потоки, генерируемые имеющимися в наличии активами.

2. Ожидаемый темп роста денежных потоков, образующийся за счет реинвестирования части прибыли или изменения отдачи инвестированного капитала.

3. Изменение продолжительности периода высокого роста денежных потоков.

4. Изменение стоимости имущества за счет изменения: операционного риска инвестированного капитала, пропорций долгового финансирования или условий привлечения кредитов.

Исходя из этого для повышения стоимости компании необходимо осуществлять следующие мероприятия: снижение себестоимости, ликвидацию убыточных активов, снижение эффективной налоговой ставки компании, более полное использование потенциала осуществленных капитальных вложений, эффективное управление запасами и использование рациональной кредитной политики, создание и поддержание конкурентных преимуществ.

Тема 16. Основные критерии эффективности при управлении стоимостью бизнеса

Основным инструментом оценки эффективности управления стоимостью бизнеса является так называемое «дерево факторов стоимости», построенное на основе целевого стратегического финансового показателя. Такая финансовая модель формирования стоимости дает представление о потенциальных возможностях повышения эффективности компании, служит основанием для выработки стратегии, позволяет выявить альтернативные подходы к развитию.

При разработке дерева факторов стоимости необходимо принять два важнейших решения:

- о выборе интегрального показателя результатов деятельности;
- о построении системы драйверов стоимости на основе выбранного интегрального показателя.

Приоритеты в отношении выбора ключевого интегрального показателя менялись с течением времени по мере развития финансовой науки и практики. Многие из них не утратили своей актуальности до сих пор. В частности, довольно широко используются показатели рентабельности вложенного капитала и коэффициента реинвестирования.

Подобный подход позволяет учесть перспективы развития компании и интересы акционеров. Во-первых, рентабельность вложенного капитала отражает отдачу на вложенные средства и определяет прибыль, которую

предприятие получит в будущем при сохранении текущего уровня эффективности использования активов. Во-вторых, коэффициент реинвестирования позволяет учесть долю прибыли, которая будет направлена на новые инвестиции в будущем, чтобы обеспечить последующий рост прибыли. Таким образом, фирма не может надеяться на рост прибыли от реализации без реинвестирования части этой прибыли в оборотный капитал и чистые капитальные расходы, а чистые капитальные затраты, которые требуются фирме для поддержания заданного темпа роста, должны быть обратно пропорциональны эффективности ее инвестиций.

В факторной модели показатели рентабельности инвестированного капитала (*Return On Investment Capital, ROIC*) и коэффициент реинвестирования (*Reinvestment Rate, RR*) могут быть рассчитаны следующим образом:

$$ROIC = \frac{EBIT(1 - T)}{BD + BE},$$

$$RR = \frac{((CE - D) - \Delta NCWC)}{EBIT(1 - T)},$$

где *ROIC* – рентабельность инвестированного капитала;

EBIT – прибыль до выплаты процентов и налогов;

T – ставка налога на прибыль;

BD – балансовая стоимость обязательств;

BE – балансовая стоимость акционерного капитала;

RR – коэффициент реинвестирования;

CE – капитальные затраты;

D – амортизация;

$\Delta NCWC$ – прирост чистого оборотного капитала.

Отсюда

$$g = ROIC * RR,$$

где *g* – темп прироста прибыли.

Таким образом, темп прироста прибыли, определяющий потенциал развития компании, согласно модели А. Дамодарана, обусловлен рентабельностью активов и политикой компании в области реинвестирования. Широко известны также факторные модели рентабельности собственного капитала, разработанные компанией *Du Pont* в 1950-х гг. В 1970–1980-е гг. был разработан ряд других показателей, отвечающих важнейшему требованию рыночной экономики – повышению благосостояния акционеров, а сле-

довательно, и капитализации. Наиболее известными и широко распространенными из них являются показатели: «чистая прибыль на обыкновенную акцию» (EPS) и «цена к доходу» (P/E). В настоящее время расчет показателя EPS является обязательным для акционерных обществ, а его значение должно быть отражено в публичной отчетности (отчет о прибылях, форма № 2).

В 1980-е гг. развитие концепции денежных потоков также привело к созданию целой группы показателей. В целях оценки и управления бизнесом чаще всего применяются два из них: «денежный поток всего капитала» (свободный денежный поток) и «денежный поток для владельцев собственного капитала» (FCFE).

$FCF = EBITDA + \text{амортизация} - \text{чистые инвестиции в долгосрочные активы} + \text{прирост} / \text{уменьшение чистого оборотного капитала}.$

Денежный поток для акционерного капитала рассчитывается на основе показателя чистой прибыли и включает еще один параметр – долг, который вычитается из корректируемой выручки базового периода.

$FCFE = \text{чистая прибыль} + \text{неденежные расходы (амортизация резервы)} + \text{прирост} / \text{уменьшение чистого оборотного капитала} - \text{чистые инвестиции в долгосрочные активы} + \text{прирост} / \text{уменьшение долгосрочной задолженности}.$

В 1990-е гг. продолжилось активное развитие финансового анализа и бизнес-консалтинга. В это время были разработаны и успешно апробированы новые показатели и модели в области стоимостного управления. В начале 1990-х гг. фирма *Stern Stewart Management Services* разработала показатель *EVA*, основанный на традиционной концепции бухгалтерского учета остаточного дохода. Согласно концепции *EVA* стоимость бизнеса представляет собой балансовую стоимость, увеличенную на текущую стоимость будущих добавленных стоимостей. Разработчик этой модели Стерн Стюарт доказал наличие корреляции между величиной показателя *EVA* и рыночной стоимостью, изучив данное соотношение по 618 американским компаниям в 1990 г. Расчет *EVA* можно выполнить двумя способами:

$$EVA = NOPAT - WACC * C,$$

где *NOPAT* – прибыль после выплаты налогов;
WACC – средневзвешенная стоимость капитала;
C – инвестированный капитал.

Второй способ:

$$EVA = (ROI - WACC) * C,$$

где *ROI* – рентабельность инвестированного капитала.

EVA также является индикатором качества управленческих решений. Увеличивая значение EVA путем воздействия на факторы, участвующие в модели, менеджер увеличивает стоимость компании.

При этом увеличение стоимости бизнеса возможно:

– за счет увеличения дохода от реализации и уменьшения величины затрат. Это может достигаться различными способами – через управление издержками (стратегия лидерства по затратам), повышение эффективности бизнес-процессов посредством реинжиниринга, посредством управления бизнес-портфелем и т. д., сокращение нерентабельных производств и т. п.;

– путем расширения, т. е. вложения средств в инвестиционные проекты, рентабельность которых превышает затраты на капитал, вовлеченный в реализацию такого проекта;

– путем повышения эффективности управления активами – продажа непрофильных, убыточных активов, сокращение сроков оборачиваемости дебиторской задолженности, запасов и т. д.;

– путем управления структурой капитала, ведущего к снижению средневзвешенной стоимости капитала, а следовательно, к росту стоимости компании.

Другой показатель – *Market Value Added (MVA)* – также считается критерием создания стоимости. С точки зрения теории корпоративных финансов MVA отражает дисконтированную стоимость всех настоящих и будущих инвестиций. Некоторые исследователи относят модель MVA к методам оценки и управления стоимостью, основанным на концепции EVA, и рассматривают MVA как модификацию модели EVA:

$MVA = \text{рыночная капитализация (рыночная стоимость акционерного капитала)} + \text{рыночная стоимость долга} - \text{совокупный инвестированный капитал (балансовая стоимость)}$.

Связь между рассматриваемыми показателями действительно существует. Так, например, рыночная стоимость, выраженная в показателе MVA, является, по сути, дисконтированной суммой всех будущих EVA.

Помимо стратегических необходимы также текущие критерии управления стоимостью. Такими показателями могут быть показатели общей отдачи на акционерный капитал (TSR), отдачи на весь капитал (TBR). Данные показатели активно продвигаются Бостонской консалтинговой группой (BCG).

Показатель общей отдачи на акционерный капитал измеряет фактические доходы акционера за все время владения акциями (с учетом реинвестирования дивидендов в акции):

$$TSR = \frac{D}{MC_0} + \frac{MC_1 - MC_0}{MC_0},$$

где D – дивиденды отчетного периода;

MC – рыночная капитализация в начале и в конце периода соответственно.

Рассмотренные ключевые показатели эффективности управления стоимостью бизнеса свидетельствуют о том, что стоимость – это действительно интегральная характеристика бизнеса, которая не может быть выражена однозначно единичным показателем и управление которой требует применения сложных современных методов.

Управление компанией, ориентированное на повышение ее стоимости, предполагает выделение факторов стоимости и соответствующее воздействие на них. Но кроме факторов или драйверов стоимости на ее повышение могут «работать» различные корпоративные события, например подготовка первичного публичного размещения ценных бумаг компании или различные интеграционные мероприятия.

Проведение первичного публичного размещения акций не является обязательным моментом в жизни каждой компании. Актуальность проведения первичного публичного предложения определяется менеджментом каждой отдельной компании с учетом стратегии ее развития. На любой стадии жизненного цикла компания должна обладать финансовой гибкостью, т. е. способностью привлекать денежные средства из различных источников, регулировать уровень платежеспособности и направления деятельности в соответствии с изменившимися условиями. Именно на стадии зрелости компании больше всего нуждаются в IPO для их дальнейшего роста и развития.

Выход на публичный рынок связан с издержками по организации IPO и оплате услуг финансовых консультантов, андеррайтеров, юристов и т. д., а также с издержками по раскрытию информации. Поэтому в компании предпочитают принимать решение об IPO в тот момент, когда потенциальные выгоды (такие, как повышение стоимости компании, ликвидность акций, увеличение субъективной оценки акций) превышают эти издержки, что обычно происходит на достаточно зрелом этапе их функционирования (жизненного цикла).

Сторонники теорий «жизненного цикла» выделяют дополнительно к названным также иные важные побудительные причины решения о преобразовании компании в публичную:

- потенциальному инвестору значительно легче выделить перспективную, на его взгляд, компанию, если она является публичной;

- акции публичной компании продаются по более высокой цене, чем цена, предлагаемая в ходе прямой продажи;

- высокая цена на акции компаний на фондовом рынке может привести к росту конкурентоспособности продукции этой компании. Пребывание в статусе публичной уже само по себе может создавать для нее дополнительную добавленную стоимость. Кроме того, это также повышает уровень доверия к компании со стороны других инвесторов, клиентов, кредиторов и поставщиков.

В дальнейшем это позволит обратиться не только к долговому, но и к долевым финансированию на гораздо более выгодных условиях. В целом реализация данной долгосрочной стратегии развития позволяет последовательно и максимально увеличить стоимость бизнеса.

ГЛАВА 6. ФИНАНСЫ ПРЕДПРИЯТИЙ СЕЛЬСКОГО ХОЗЯЙСТВА

Финансы сельского хозяйства – экономические отношения, связанные с распределением и перераспределением совокупного общественного продукта и национального дохода, образованием централизованных и децентрализованных денежных фондов, используемых для развития аграрного сектора в целях получения прибыли.

Необходимо отметить, что сельскохозяйственное производство по своей природе отличается от других видов производств тем, что имеет дело с живыми организмами – животными и растениями – и использует в процессе труда землю в качестве главного, ничем другим незаменимого средства производства. Поэтому воспроизводство в сельском хозяйстве, а также организация финансов сельскохозяйственных предприятий обладают рядом особенностей, которые определяются природно-климатическими и естественно-биологическими отношениями. Эти особенности можно объединить в следующие группы:

Природно-климатические и естественно-биологические:

- почвенно-климатические особенности определяют зональную специализацию, длительность рабочих периодов в производстве, различия в продуктивности и доходности хозяйства, дифференциацию в себестоимости и рентабельности отдельных видов продукции;
- погодные условия влияют на время проведения и темпы работ, объем и качество продукции; отсюда необходимость создания на сельскохозяйственных предприятиях натуральных и денежных страховых и резервных фондов;
- природный, естественно-биологический цикл развития растений и животных определяет кругооборот финансовых ресурсов (от урожая к урожаю). Необходимость концентрации материальных, денежных и трудовых ресурсов возникает к определенным периодам, что вызывает привлечение кредитов.

Технологические и организационные:

- сочетание в сельском хозяйстве двух взаимодополняющих отраслей – растениеводства и животноводства. Поэтому осуществляется раздельное планирование, учет и организация по этим отраслям;
- наличие внутривозвращенного оборота большей части сельскохозяйственной продукции. Он необходим для обеспечения непрерывности производственного цикла (выращенный рабочий и продуктивный скот, семена, корма и др.). Эта часть продукции, хотя и получает стоимостную оценку, но в процесс реализации не вступает.

Одной из основных особенностей структуры основных производственных фондов сельскохозяйственного назначения по сравнению с основными производственными фондами промышленно-производственного назначения является то, что

в них, наряду со средствами труда, являющимися продуктами предшествующей индустриальной деятельности, функционируют также специфические средства труда – разные виды животных и многолетних насаждений, – в которых также воплощен прошлый труд людей, принимавших участие в уходе за ними выращивании и т.д.

В отличие от машин и оборудования, зданий и сооружений и т.п., которые в производственном процессе лишь сохраняют свои потребительные свойства, а стоимость их в процессе эксплуатации постепенно утрачивается по мере износа, стоимость специфических основных производственных фондов (животных, многолетних насаждений) до определенного момента не только не уменьшается в процессе использования, но даже возрастает. Эта специфика накладывает определенный отпечаток и на воспроизводство соответствующих основных производственных фондов сельскохозяйственного назначения: если все прочие основные производственные фонды могут находиться непрерывно в эксплуатации вплоть до снашивания, то, например, многолетние насаждения в течение года активно функционируют лишь в пределах вегетационного периода. Необходимо учитывать биологические особенности этой части основных производственных фондов сельскохозяйственного назначения для их эффективного использования.

Естественный процесс выращивания животных и растений определяет особенности кругооборота средств сельскохозяйственных товаропроизводителей: его сравнительную замедленность, постепенное нарастание затрат, высвобождение средств из кругооборота одновременно в периоды выхода и реализации продукции.

Вышеперечисленные факторы обуславливают специфические формы организации финансов хозяйствующих субъектов. В течение года у последних образуется сезонный разрыв между сроками осуществления затрат и получения доходов. В связи с этим товаропроизводители должны иметь значительные суммы оборотных средств, однако не за счет собственных источников, так как это нецелесообразно (ресурсы не будут использоваться постоянно в связи с сезонностью производства; потребуется отвлечение большой суммы собственных средств). Минимальные запасы, затраты и средства в расчетах формируются за счет собственных источников, а сезонные запасы и затраты – заемных, поэтому в сельском хозяйстве кредиты банка имеют большее значение, чем в других отраслях.

Зависимость аграрной сферы производства от природных условий вызывает необходимость создания в хозяйствах натуральных и денежных страховых и резервных фондов на случай неурожая, наводнения, засухи, других стихийных бедствий и неблагоприятных климатических условий. В силу особенностей живых организмов все виды работ и сроки их выполнения носят обязательный характер, промедление в том или ином случае вызывает большие потери и убытки. Поэтому важное значение для результатов деятельности имеет и полное обеспечение товаропроизводителей соответствующими материальными, трудовыми и финансовыми ресурсами. Учитывая, что производственный цикл в отрасли длится много месяцев (3-12), финансовые результаты деятельности определяют только по итогам года.

Соответственно происходит и распределение прибыли, а также образование фондов.

Организационно-правовые формы хозяйствования аграрных товаропроизводителей следующие: совхозы, колхозы, товарищество на вере (коммандитное товарищество), общество с ограниченной ответственностью, акционерное общество, сельскохозяйственный кооператив, крестьянское (фермерское) хозяйство.

Сельскохозяйственный кооператив – организация, созданная сельскохозяйственными товаропроизводителями на основе добровольного членства для совместной производственной или иной хозяйственной деятельности, основанной на объединении имущественных паевых взносов в целях удовлетворения материальных и других потребностей участников. Имущество, находящееся в собственности кооператива, за исключением неделимого фонда, разбивается в денежном выражении на паевые взносы его членов в соответствии с уставом. Помимо названных источников собственные средства формируются за счет доходов от деятельности, размещения средств в банках, ценных бумаг и т. д. Прибыль кооператива распределяется между его членами в соответствии с их трудовым участием, если иной порядок не предусмотрен законом и уставом.

Крестьянское (фермерское) хозяйство – самостоятельное товарное хозяйство, созданное семьей или отдельным гражданином, базирующееся на личном и семейном труде, имеющее землю, имущество, глава которого признается предпринимателем (фермером) с момента государственной регистрации данного хозяйства. Основное достояние фермера составляют земельный участок, насаждения, жилые и хозяйственные постройки, мелиоративные и другие сооружения, продуктивный и рабочий скот, техника и оборудование, транспорт, инвентарь, другие средства, необходимые для хозяйственной деятельности.

Основным источником указанного достояния крестьянского (фермерского) хозяйства является имущественный пай, выделяемый ему реорганизуемым предприятием. Помимо этого, важным фактором становления и развития хозяйства являются кредиты: краткосрочные – на текущие производственные нужды, долгосрочные – на строительство, приобретение сельскохозяйственной техники и оборудования и др. Имущество фермерского хозяйства принадлежит его членам на праве совместной собственности, если законом или договором между ними не установлено иное. Продукция и доходы, полученные в результате деятельности, являются общим имуществом и используются по соглашению между членами хозяйства.

Крестьянские хозяйства имеют права и несут обязанности, предусмотренные уставами объединений, членами и участниками которых они являются. Крестьянские хозяйства принимают участие в управлении деятельностью кооперативов, союзов (ассоциаций), а органы управления этих объединений не имеют прав по управлению крестьянскими хозяйствами.

Кооперативы, союзы несут самостоятельную ответственность по своим обязательствам. Крестьянское хозяйство несет убытки, связанные с деятельностью этих объединений, в пределах принадлежащих ему долей капитала. Кооперативы,

союзы (ассоциации) и другие объединения крестьянских хозяйств (ассоциации) в соответствии с действующим законодательством имеют права юридических лиц и подлежат регистрации.

Деятельность КФХ регулирует Федеральный Закон №74 «О крестьянском хозяйстве». Фермерское хозяйство может быть зарегистрировано в качестве юридического лица, но чаще всего глава регистрируется как индивидуальный предприниматель. Деятельность КФХ относится к предпринимательской (коммерческой) и облагается налогами. Выбор системы налогообложения для КФХ широк. КФХ имеют право применять 3 системы налогообложения: 1. Общую систему налогообложения; 2. Упрощенную систему налогообложения (6% с доходов или 15% «доходы-расходы»); 3. Единый сельскохозяйственный налог.

ЕСХН – это единый сельскохозяйственный налог, который действует на территории Российской Федерации, согласно положениям налогового Кодекса. Разработка и принятие этой налоговой системы имели перед собой благие намерения – облегчить жизнь производителям сельхозпродукции, снизить налоговую нагрузку на представителей малого бизнеса и дать предпринимателям возможность развивать свою деятельность.

КФХ, как и все сельхозтоваропроизводители, имеют право перейти на уплату ЕСХН, если по итогам работы за календарный год, предшествующий году, в котором подается заявление о переходе на льготный режим (ЕСХН), продукция собственного производства составляет не менее 70% (ст. 346.2 п 5. НК).

Вновь созданные КФХ имеют право с начала следующего года на уплату ЕСХН, если по итогам 9 месяцев текущего года доля дохода от реализации произведенной им с/х продукции и продукции первичной обработки собственного производства составляет не менее 70%. В случае, если соотношение 30:70 в конце года нарушается, то налогоплательщик теряет право на применение льготного режима с начала налогового периода, в котором допущены нарушения. Тогда в течение одного месяца после окончания отчетного (налогового) периода, т.е. до 01.02. следует уведомить ИФНС и за весь отчетный (налоговый) период произвести перерасчет налоговых обязательств (при общем режиме налогообложения). При этом налогоплательщик не уплачивает пени и штрафы за несвоевременную уплату указанных налогов и авансовых платежей по ним.

ЕСХН для юридических лиц заменяет 4 налога: НДС, налог на имущество, налог на прибыль, а также ЕСН, в том числе ФБ, ФФОМС, ТФОМС, ФСС. При использовании труда наемных работников начисляется страховая и накопительная часть трудовой пенсии от заработной платы и исчисляется НДФЛ с учетом предоставляемых социальных выплат на работника и иждивенцев, согласно главе 24 НК.

Для КФХ статуса ИП ЕСХН включает также 4 налога: НДС, налог на имущество, ЕСН и НДФЛ в отношении налога на доходы, полученные от предпринимательской деятельности (ст. 346.1 п.3.). Однако ИП является налоговым агентом и уплачивает НДФЛ за наемных работников, если использует в своей деятельности

их труд. Начисляет и уплачивает в ПФР страховую и накопительную часть от заработной платы по ставкам 10,3%, при условии соблюдения соотношения выручки 70% от с/х деятельности. В противном случае ставка страховых платежей в ПФР возрастает до 14%.

Ставка ЕСХН признана 6%, однако региональные власти по своему желанию могут снижать эту ставку до 0%. Базой для начисления является прибыль, полученная от деятельности, КФХ, т.е. выручка от реализации с/х продукции, за минусом затрат на производство этой продукции согласно ст. 346.9 НК.

Упрощенная система налогообложения может применяться для налогоплательщиков, у которых не выдерживается соотношение 70:30. В нашем случае, это в основном применимо для тех, кто сдает землю в аренду, т.е. использует земельный участок не для собственного производства с/х продукции, так как сдача в аренду другому с/х товаропроизводителю признается налоговиками коммерческой сделкой. При УСН существует два момента:

В случае, если объектом налогообложения являются доходы, налоговая ставка устанавливается в размере 6%.

В случае, если объектом налогообложения является прибыль (доходы минус затраты) налоговая ставка устанавливается в размере 15%.

С 1 января 2017 г. сельскохозяйственные товаропроизводители, организации и индивидуальные предприниматели, осуществляющие производство, переработку и (или) реализацию сельскохозяйственной продукции, могут получить в одном из уполномоченных Минсельхозом России банков краткосрочный или инвестиционный кредит по ставке не более 5%. Возмещение кредитной организации недополученных доходов происходит напрямую из федерального бюджета в размере ключевой ставки Банка России.

Кроме того, Министерство сельского хозяйства РФ оказывает активную поддержку сельскохозяйственных производителей с помощью следующих грантов:

1. Грант на поддержку начинающего фермера.

Условия предоставления гранта на поддержку начинающего фермера: Грант на поддержку начинающего фермера предоставляется крестьянским (фермерским) хозяйствам, зарегистрированным в установленном законодательством порядке. Правовые, экономические и социальные основы создания и деятельности КФХ регулируются Федеральным законом от 11 июня 2003 г. № 74-ФЗ «О крестьянском (фермерском) хозяйстве», государственная регистрация КФХ осуществляется в соответствии с Федеральным законом от 8 августа 2001 г. № 129-ФЗ «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей».

Крестьянское (фермерское) хозяйство может быть создано как в форме индивидуального предпринимателя, так и юридического лица. Государственная регистрация физического лица в качестве индивидуального предпринимателя осуществляется в налоговом органе по месту его жительства, то есть по месту регистрации, указанному в паспорте. В случае, если в паспорте отсутствует место реги-

страции, то государственная регистрация индивидуального предпринимателя может быть осуществлена в налоговом органе по месту пребывания. Заявление о регистрации КФХ подаётся по форме Р21002, утверждённой Приказом ФНС России от 25 января 2012 г. № ММВ-7-6/25@.

Если будущий глава КФХ лично подает документы на регистрацию крестьянского хозяйства в налоговую инспекцию, то заверять заявление у нотариуса не требуется. Подписывают форму Р21002 в присутствии налогового инспектора. Следующий документ, необходимый при регистрации – копия документа, удостоверяющего личность заявителя. При личной подаче заявления на регистрацию КФХ копию паспорта у нотариуса заверять не нужно. Оригинал паспорта необходимо иметь при себе, чтобы сотрудник ИФНС сверил его с копией. Государственная пошлина за регистрацию КФХ оплачивается на ту же сумму и по тем же реквизитам, что и для регистрации индивидуального предпринимателя. Подготовить квитанцию можно через сервис ФНС или попросить образец для заполнения в регистрирующей инспекции.

Если в КФХ будет входить один человек, то на этом список документов для регистрации КФХ исчерпывается. Если же в хозяйстве будет действовать несколько лиц, но в инспекцию необходимо представить соглашение между членами КФХ. Перечень обязательных сведений, которые указываются в соглашении между членами КФХ, указан в статье 4 закона № 74-ФЗ.

Так, соглашение должно определять права и обязанности членов КФХ, полномочия главы хозяйства, порядок распределения доходов. Конкретные условия определяются по договорённости между будущими собственниками фермерского хозяйства.

Таким образом, для регистрации КФХ в ИФНС необходимо представить:

- заполненное, но не подписанное заявление по форме Р21002;
- копию документа, удостоверяющего личность заявителя;
- квитанцию об уплате госпошлины;
- соглашение, заключённое между членами КФХ (если в хозяйстве будет несколько членов).

Если документы будут поданы не при личном посещении ИФНС (почтой или по доверенности), то форму Р21002 и копию паспорта необходимо заверить у нотариуса. При подаче документов на регистрацию КФХ через доверенное лицо, кроме того, оформляется доверенность на представителя. При соответствии документов всем установленным требованиям, через пять рабочих дней после подачи документов фермерское хозяйство будет зарегистрировано.

Порядок предоставления грантовой поддержки. Грант на поддержку начинающего фермера предоставляется из средств бюджета субъекта Российской Федерации по итогам конкурса среди заявителей.

Начинающий фермер (НФ) – гражданин Российской Федерации, являющийся главой крестьянского (фермерского) хозяйства, зарегистрированного на сельской

территории субъекта Российской Федерации, продолжительность деятельности которого не превышает 24 месяцев со дня его регистрации. В региональную конкурсную комиссию по отбору начинающих фермеров может подать заявку гражданин Российской Федерации, являющийся КФХ, созданного в соответствии с законодательством Российской Федерации (далее – заявитель). В соответствии с Правилами, с 2017 года порядок предоставления грантовой поддержки, условия ее предоставления, а также критерии, предъявляемые к заявителям, определяются региональным законодательством.

Максимальный размер гранта на поддержку одного начинающего фермера составляет:

- для разведения крупного рогатого скота мясного или молочного направлений – 3 млн. руб., но не более 90 % затрат;
- для ведения иных видов деятельности – 1,5 млн. руб., но не более 90% затрат.

В случае если субъект Российской Федерации утверждает максимальный размер гранта на поддержку начинающего фермера в размере, превышающем указанный размер, финансовое обеспечение выплаты гранта в размере, превышающем указанный размер, осуществляется за счет средств бюджета субъекта Российской Федерации.

Средства грантовой поддержки начинающим фермером могут быть использованы на:

- приобретение земельных участков из земель сельскохозяйственного назначения;
- разработку проектной документации для строительства (реконструкции) производственных и складских зданий, помещений, предназначенных для производства, хранения и переработки сельскохозяйственной продукции;
- приобретение, строительство, ремонт и переустройство производственных и складских зданий, помещений, пристроек, инженерных сетей, заграждений и сооружений, необходимых для производства, хранения и переработки сельскохозяйственной продукции, а также их регистрацию;
- строительство дорог и подъездов к производственным и складским объектам, необходимым для производства, хранения и переработки сельскохозяйственной продукции;
- подключение производственных и складских зданий, помещений, пристроек и сооружений, необходимых для производства, хранения и переработки сельскохозяйственной продукции, к инженерным сетям: электрическим, водо-, газо- и теплопроводным сетям, дорожной инфраструктуре;
- приобретение сельскохозяйственных животных;
- приобретение сельскохозяйственной техники и инвентаря, грузового автомобильного транспорта, оборудования для производства и переработки сельскохозяйственной продукции.

Начинающий фермер может получить грант на создание и развитие крестьянского (фермерского) хозяйства только 1 раз. В случае, если субъект Российской Федерации утверждает максимальный размер гранта на поддержку начинающего фермера, превышающий указанный, то финансовое обеспечение выплаты гранта в таком размере осуществляется за счет средств бюджета субъекта Российской Федерации.

Рассмотрим критерии, предъявляемые к начинающим фермерам. Основными критериями, которым должно отвечать крестьянское (фермерское) хозяйство для получения гранта на поддержку начинающего фермера, рекомендованными Министерством сельского хозяйства Российской Федерации для установления в субъектах Российской Федерации, являются:

- крестьянское (фермерское) хозяйство должно быть зарегистрировано на сельской территории субъекта Российской Федерации;

Сельская территория – сельские поселения или сельские территории в границах муниципального района, а также сельские населенные пункты и рабочие поселки, входящие в состав городских округов (за исключением городских округов, на территории которых находятся административные центры субъектов Российской Федерации), городских поселений и внутригородских муниципальных образований г. Севастополя, на территории которых преобладает деятельность, связанная с производством и переработкой сельскохозяйственной продукции.

К понятию сельской местности не относятся внутригородские муниципальные образования городов федерального значения Москвы и Санкт-Петербурга. Перечень таких сельских населенных пунктов и рабочих поселков на территории субъекта Российской Федерации определяется высшим исполнительным органом государственной власти субъекта Российской Федерации или органом исполнительной власти субъекта Российской Федерации, уполномоченным высшим исполнительным органом государственной власти субъекта Российской Федерации.

- заявитель не осуществлял предпринимательскую деятельность в течение последних трех лет в качестве индивидуального предпринимателя и (или) не являлся учредителем (участником) коммерческой организации, за исключением крестьянского (фермерского) хозяйства главой которого он является на момент подачи заявки в региональную конкурсную комиссию;

- заявитель является главой крестьянского (фермерского) хозяйства, деятельность которого на дату подачи заявки не превышает 24 месяцев со дня регистрации на территории того же субъекта Российской Федерации, где подается заявка в региональную конкурсную комиссию;

- крестьянское (фермерское) хозяйство, главой которого является заявитель, подпадает под критерии микропредприятия;

- заявитель имеет план по созданию и развитию крестьянского (фермерского) хозяйства по направлению деятельности (отрасли), определенной региональной программой, по увеличению объема реализуемой сельскохозяйственной продукции;

- заявитель предоставляет план расходов с указанием наименований приобретаемого имущества, выполняемых работ, оказываемых услуг, их количества, цены, источников финансирования;

- заявитель обязуется оплачивать за счет собственных средств не менее 10% стоимости приобретаемого имущества, выполняемых работ, оказываемых услуг, указанных в плане расходов;

- крестьянское (фермерское) хозяйство планирует создание не менее одного нового постоянного рабочего места (исключая главу хозяйства) на каждый 1 млн руб. гранта в году получения;

- заявитель имеет опыт ведения деятельности в сфере сельского хозяйства;

Опыт ведения деятельности в области сельского хозяйства может быть подтвержден следующими документами:

- о наличии среднего специального или высшего сельскохозяйственного образования;

- о полученном дополнительном профессиональном образовании по сельскохозяйственной специальности;

- подтверждающими наличие трудового стажа в сельском хозяйстве не менее трех лет;

- о ведении или совместном ведении личного подсобного хозяйства в течение не менее трех лет;

- иными документами.

Наличие собственных средств у заявителя является обязательным условием получения гранта. Требование о вложении собственных средств фермера введено с целью обеспечения рисков затрат бюджетных средств и подтверждения намерения грантополучателя осуществлять сельскохозяйственную деятельность. Порядок внесения собственных средств фермеров определяется региональным законодательством.

Для дальнейшего функционирования КФХ по гранту необходимо в дальнейшем соблюдать следующие условия:

- заявитель обязуется сохранить созданные новые постоянные рабочие места в течение не менее 5 лет с даты получения грантовой поддержки;

- заявитель обязуется осуществлять деятельность крестьянского (фермерского) хозяйства в течение не менее 5 лет с даты получения гранта;

- крестьянское (фермерское) хозяйство, главой которого является заявитель, является единственным местом трудоустройства заявителя в течение не менее 5 лет с даты получения гранта;

- в крестьянском (фермерском) хозяйстве отсутствует просроченная задолженность по налогам, страховым взносам, пеням, штрафам;

- глава крестьянского (фермерского) хозяйства в случае болезни, призыва в Вооруженные силы Российской Федерации или иных непредвиденных обстоятельств, связанных с отсутствием в хозяйстве или с невозможностью осуществления хозяйственной деятельности лично, обязан по согласованию с органом управления

АПК субъекта Российской Федерации передать руководство хозяйством и исполнение обязательств по полученному гранту в доверительное управление своему родственнику без права продажи имущества, приобретенного за счет средств грантовой поддержки.

Срок использования грантовой поддержки начинающего фермера составляет 18 месяцев со дня поступления средств на счет крестьянского (фермерского) хозяйства, при этом имущество, приобретаемое за счет средств гранта, может быть использовано исключительно на развитие хозяйства.

Субъект Российской Федерации вправе устанавливать дополнительные критерии к крестьянским (фермерским) хозяйствам, претендующим на получение гранта на поддержку начинающих фермеров. Имущество, приобретаемое начинающим фермером с участием средств грантовой поддержки, не подлежит продаже, дарению, передаче в аренду, обмену или взносу в виде пая, вклада или отчуждению иным образом в соответствии с законодательством Российской Федерации в течение 5 лет со дня получения средств.

2. Грант на развитие семейной животноводческой фермы предоставляется из средств бюджета субъекта Российской Федерации по итогам конкурса среди заявителей.

Семейная животноводческая ферма – крестьянское (фермерское) хозяйство, зарегистрированное на сельской территории субъекта Российской Федерации, основанное на личном участии главы и членов хозяйства, состоящих в родстве (не менее двух, включая главу), и совместно осуществляющих деятельность по разведению и содержанию сельскохозяйственных животных и птицы, продолжительность деятельности которого превышает 24 месяца с даты регистрации.

Для получения гранта на развитие семейной животноводческой фермы глава крестьянского (фермерского) хозяйства подает заявку в конкурсную комиссию субъекта Российской Федерации с приложением документов согласно перечню, утвержденному нормативным правовым документом субъекта Российской Федерации.

В соответствии с Правилами, с 2017 г. порядок предоставления грантовой поддержки, условия ее предоставления, а также критерии, предъявляемые к заявителям, определяются региональным законодательством.

Максимальный размер гранта на развитие семейной животноводческой фермы составляет:

- для разведения крупного рогатого скота мясного или молочного направлений – 30 млн. рублей, но не более 60 % затрат;
- для ведения иных видов деятельности – 21,6 млн руб., но не более 60% затрат.

Структура гранта СЖФ следующая: 60% – грант; 40% – собственные средства фермера.

С 2018 года субъектам Российской Федерации предоставлено право возмещать часть затрат семейной животноводческой фермы (но не более 20%) из средств бюджета субъекта Российской Федерации.

Средства гранта на развитие семейной животноводческой фермы могут быть использованы на:

- разработку проектной документации для строительства, реконструкции или модернизации семейных животноводческих ферм;
- строительство, реконструкцию, ремонт или модернизацию семейных животноводческих ферм;
- строительство, реконструкцию, ремонт или модернизацию производственных объектов по переработке продукции животноводства;
- комплектацию оборудованием и техникой семейных животноводческих ферм и объектов по переработке животноводческой продукции, а также их монтаж;
- приобретение сельскохозяйственных животных;
- иные направления расходования, установленные нормативными правовыми актами субъекта Российской Федерации.

Срок использования грантовой поддержки семейной животноводческой фермой составляет 24 месяца с даты получения средств на счет крестьянского (фермерского) хозяйства, при этом имущество, приобретаемое за счет средств гранта, может быть использовано исключительно на развитие и деятельность семейной животноводческой фермы.

Имущество, приобретаемое крестьянским (фермерским) хозяйством за счет средств государственной поддержки, не подлежит продаже, дарению, передаче в аренду, обмену или взносу в виде пая.

В случае, если субъект Российской Федерации утверждает максимальный размер гранта на развитие семейной животноводческой фермы в размере, превышающем указанный размер, осуществляется за счет средств бюджета субъекта Российской Федерации.

Грантовая поддержка крестьянских (фермерских) хозяйств имеет эффект «социального лифта». Поэтому начинающим фермерам, ведущим деятельность по развитию животноводства, предоставлено право через три года с даты полного освоения гранта на поддержку начинающего фермера, участвовать в конкурсе на получение гранта на развитие семейной животноводческой фермы. В случае, если начинающий фермер развивает молочное скотоводство, грант на развитие семейной животноводческой фермы он может получить через два года с даты полного освоения ранее полученного гранта. Указанный срок может быть сокращен или увеличен субъектом Российской Федерации самостоятельно. Грант на развитие семейной животноводческой фермы можно получить многократно.

Рассмотрим критерии, предъявляемые семейным животноводческим фермам.

Основными критериями, которым должно отвечать крестьянское (фермерское) хозяйство для получения гранта на развитие семейной животноводческой

фермы, рекомендованными Министерством сельского хозяйства Российской Федерации для установления в субъектах Российской Федерации, являются следующие:

- главой и членами крестьянского (фермерского) хозяйства являются граждане Российской Федерации (не менее двух, включая главу хозяйства), состоящие в родстве и совместно осуществляющие производственную деятельность, основанную на их личном участии;

- крестьянское (фермерское) хозяйство зарегистрировано на сельской территории субъекта Российской Федерации.

- крестьянское (фермерское) хозяйство зарегистрировано на территории того же субъекта Российской Федерации, где подается заявка на участие в региональном конкурсе;

- крестьянское (фермерское) хозяйство предусматривает условия для создания собственной или совместно с другими сельскохозяйственными товаропроизводителями кормовой базы для сельскохозяйственных животных и птицы либо заключило договоры (предварительные договоры) на поставку необходимого объема кормов;

- при отсутствии в крестьянском (фермерском) хозяйстве собственной базы по переработке животноводческой продукции, и (или) в случае, если хозяйство не является членом сельскохозяйственного потребительского кооператива, то планируемое хозяйством поголовье сельскохозяйственных животных к развитию семейной животноводческой фермы не должно превышать: поголовья основного маточного стада крупного рогатого скота, коз (овец), страусов – 300 голов;

- заявитель имеет план создания и развития семейной животноводческой фермы по содержанию высокопродуктивных сельскохозяйственных животных и птицы с применением высокотехнологического оборудования и сельскохозяйственной техники, по увеличению объема реализуемой животноводческой продукции; по обоснованию строительства, реконструкции или модернизации семейной животноводческой фермы со сроком окупаемости не более 8 лет;

- заявитель предоставляет план расходов с указанием наименований приобретаемого имущества, выполняемых работ, оказываемых услуг, их количества, цены, источников финансирования;

- заявитель обязуется оплачивать не менее 40% стоимости приобретаемого имущества, выполняемых работ, оказываемых услуг, указанных в плане расходов, в том числе непосредственно за счет собственных средств не менее 10% от стоимости приобретаемого имущества, выполняемых работ, оказываемых услуг;

- крестьянское (фермерское) хозяйство планирует создание не менее трех новых постоянных рабочих мест в году получения гранта;

- заявитель обязуется сохранить созданные новые постоянные рабочие места в течение не менее 5 лет после получения гранта;

- крестьянское (фермерское) хозяйство обязуется осуществлять деятельность в течение не менее 5 лет после получения гранта;

- глава крестьянского (фермерского) хозяйства не является учредителем (участником) коммерческой организации, за исключением крестьянского (фермерского) хозяйства, главой которого он является на момент подачи заявки на участие в региональном конкурсе;

- в крестьянском (фермерском) хозяйстве отсутствует просроченная задолженность по налогам, страховым взносам, пеням, штрафам;

- крестьянское (фермерское) хозяйство, главой которого является заявитель, является единственным местом трудоустройства заявителя в течение не менее 5 лет с даты получения гранта.

3. Грант сельскохозяйственным потребительским кооперативам

С 2018 года субъектам Российской Федерации предоставлено право возмещать часть затрат собственных средств сельскохозяйственного потребительского кооператива (но не более 20%) из средств бюджета субъекта Российской Федерации.

Для получения гранта представитель кооператива подает заявку в конкурсную комиссию субъекта Российской Федерации с приложением документов согласно перечню, утвержденному нормативным правовым документом субъекта Российской Федерации.

В соответствии с Правилами, с 2017 г. порядок предоставления грантовой поддержки, условия ее предоставления, а также критерии, предъявляемые к заявителям, определяются региональным законодательством.

Максимальный размер гранта СПОК составляет 70 млн руб., но не более 60% затрат.

В случае, если субъект Российской Федерации утверждает максимальный размер гранта на развитие материально-технической базы сельскохозяйственного потребительского кооператива в размере, превышающем указанный, то финансовое обеспечение выплаты гранта в размере, превышающем указанный, осуществляется за счет средств бюджета субъекта Российской Федерации.

Направления использования средств гранта:

- на строительство, реконструкцию или модернизацию производственных объектов по заготовке, хранению, подработке, переработке, сортировке, убою, первичной переработке и подготовке к реализации сельскохозяйственной продукции и продуктов ее переработки;

- на приобретение и монтаж оборудования и техники для производственных объектов, предназначенных для заготовки, хранения, подработки, переработки, сортировки, убою, первичной переработки, охлаждения, подготовки к реализации, погрузки, разгрузки сельскохозяйственной продукции, дикорастущих плодов, грибов и ягод, а также продуктов переработки указанной продукции, оснащения лабораторий производственного контроля качества и безопасности выпускаемой (производимой и перерабатываемой) продукции и проведения государственной ветеринарно-санитарной экспертизы (приобретение оборудования для лабораторного анализа качества сельскохозяйственной продукции).

Перечень указанных оборудования и техники утверждается Министерством сельского хозяйства Российской Федерации;

- на приобретение специализированного транспорта, фургонов, прицепов, полуприцепов, вагонов, контейнеров для транспортировки, обеспечения сохранности при перевозке и реализации сельскохозяйственной продукции и продуктов ее переработки.

Перечень указанной техники утверждается Министерством сельского хозяйства Российской Федерации;

- на уплату части взносов (не более 8 % общей стоимости предметов лизинга) по договорам лизинга оборудования и технических средств для хранения, обработки, переработки, сортировки, убоя, первичной переработки, подготовки к реализации, погрузки, разгрузки и транспортировки сельскохозяйственной продукции, дикорастущих плодов, грибов и ягод, а также продуктов переработки указанной продукции.

С 2018 года срок освоения гранта СПоК увеличен и составляет 24 месяца с даты получения средств гранта В случае использования кооперативом полученного гранта на цели, не предусмотренные Правилами, или в случае превышения допустимого срока его освоения, а также в случае ликвидации кооператива до истечения пятилетнего срока действия соглашения о предоставлении гранта, бюджетные средства подлежат возврату в бюджет в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Имущество, приобретаемое кооперативом с участием средств гранта СПоК, рекомендуется вносить в неделимый фонд кооператива. Указанное имущество не подлежит продаже, дарению, передаче в аренду, обмену или взносу в виде пая, вклада или отчуждению иным образом в соответствии с законодательством Российской Федерации в течение 5 лет с даты получения гранта.

Основные критерии, предъявляемые к СПоК:

- срок деятельности кооператива на дату подачи заявки на конкурс должен превышать 12 месяцев с даты регистрации;

- кооператив зарегистрирован на территории того же субъекта Российской Федерации, где подается заявка на участие в конкурсе;

- кооператив предусматривает приобретение у членов кооператива не менее 50% общего объема сельскохозяйственной продукции для заготовки и (или) сортировки, и (или) убоя, и (или) первичной переработки, и (или) охлаждения;

- кооператив обязуется осуществлять деятельность не менее 5 лет после получения гранта СПоК;

- возможность повторного участия кооператива в реализации мероприятий по грантовой поддержке сельскохозяйственных потребительских кооперативов для развития материально-технической базы по истечении не менее одного года с момента полного освоения ранее предоставленного гранта СПоК;

- кооператив является членом ревизионного союза сельскохозяйственных кооперативов и ежегодно предоставляет в орган управления АПК субъекта Российской Федерации ревизионное заключение по результатам своей деятельности;
- кооператив имеет план по развитию материально-технической базы по направлению деятельности (отрасли), определенной региональной программой, увеличению объема произведенной и реализуемой сельскохозяйственной продукции, обоснование статей расходов со сроком окупаемости не более 5 лет;
- кооператив предоставляет план расходов с указанием наименований приобретаемого имущества, выполняемых работ, оказываемых услуг (далее – Приобретения), их количества, цены, источников финансирования (средств гранта СПоК, собственных и заемных средств);
- кооператив обязуется оплачивать не менее 40% стоимости приобретений, указанных в плане расходов, в том числе непосредственно за счет собственных средств не менее 10%;
- кооператив планирует создание не менее одного нового постоянного рабочего места на каждые 3 млн руб. гранта в году его получения, но не менее одного нового постоянного рабочего места на один грант;
- кооператив обязуется сохранить созданные новые постоянные рабочие места в течение не менее 5 лет с даты получения гранта.

Субъект Российской Федерации вправе устанавливать дополнительные критерии к сельскохозяйственным потребительским кооперативам, делающим заявки на получение гранта на развитие материально-технической базы.

ГЛАВА 7. ФИНАНСЫ ПРЕДПРИЯТИЙ ТРАНСПОРТА

Как материальная основа производственно-социальной инфраструктуры народного хозяйства транспорт характеризуется следующими особенностями:

- 1) в процессе транспортного производства не создается новой материально-вещественной продукции, но труд работников является производительным;
- 2) транспортную продукцию нельзя хранить и накапливать;
- 3) транспорт тесно взаимодействует со всеми отраслями;
- 4) функционирование транспортных объектов обладает свойством инерционности;
- 5) для транспорта характерна переменная во времени загрузка объектов;
- 6) автотранспортное производство сопровождается наличием ущерба, наносимого окружающей среде (существенный экологический ущерб). В развитых промышленных районах около 70% самых токсичных выбросов в атмосферу приходится на долю транспорта;
- 7) невозможно предсказать условия работы (самолеты не взлетают из-за погодных условий, машины стоят на трассах из-за снегопадов и т.д.);
- 8) объем производства транспортных услуг во много раз больше объема производства товарной продукции;
- 9) высокий удельный вес амортизации в расходах транспортных предприятий.

Существуют основные понятия, связанные с транспортной отраслью.

Отраслевой транспортный комплекс – совокупность предприятий и организаций, участвующих в процессе перевозки грузов от отправителя до получателя, включая выполнение перегрузочных операций.

Межотраслевой транспортный комплекс – комплекс транспортных предприятий, организаций, осуществляющий деятельность по поддержанию подвижного состава и перегрузочной техники в эксплуатационном состоянии, экспедиторов и других посредников, включая инфраструктурные и сервисные предприятия.

Основными свойствами продукции транспорта являются:

нематериальность для потребителя услуги означает невозможность ощутить услугу как материальный объект. Ее нельзя увидеть, услышать, потрогать или ощутить каким-либо другим способом;

неделимость – невозможность разрыва связи между услугой и теми, кто ее выполняет. Например, перевозка груза невозможна, если отсутствует водитель;

неодинаковость – не существует двух одинаковых по качеству услуг по перевозке одной и той же партии груза, так как производство услуги зависит от многих факторов внешней среды: от психофизиологического состояния водителя до условий перевозки, климата, географии и т.д.;

непродолжительность связана с невозможностью сохранить услугу при возникновении повышенного спроса. Спрос на транспортные услуги невозможно отложить, необходимо искать способы его удовлетворения;

неравномерность во времени определяется сезонностью спроса на транспортные услуги;

потребительские свойства продукции транспорта отражают требования клиентов к транспортным услугам (розы нужно перевозить на самолете, а арбузы можно перевезти на барже);

экономические свойства продукции транспорта отражают возможности производителя услуг по удовлетворению требований клиента (бриллианты целесообразно перевозить на самолете).

В стране складывается единая транспортная система страны. **Единая транспортная система страны** – совокупность эффективно взаимодействующих независимо от формы собственности и ведомственной подчиненности видов транспорта – путей сообщения и транспортных средств, обеспечивающих погрузочно-разгрузочные работы, перевозку людей и грузов с использованием современных технологий в целях наилучшего удовлетворения спроса населения и грузовладельцев на транспортные услуги.

Единая транспортная система страны характеризуется наличием трех основных (системных) свойств, выделенных профессором Кочетковым в 1950-х гг.:

1) целостность, которая рассматривается не как простая сумма видов транспорта, а как новое качество системы, которое не может сводиться к сумме исходных элементов ни по результатам деятельности, ни по масштабам функционирования;

2) иерархичность предполагает определенным образом организованное уровневое строение элементов единой транспортной системы (например, частные автомобили должны уступать дорогу общественному транспорту, случаи посадки самолета на шоссе и т.д.);

3) взаимопроникновение и синтез – использование современных технологий, позволяющих искать новые источники экономии затрат.

Весь транспорт подразделяется на **два вида**:

1) транспорт общего пользования;

2) транспорт не общего пользования (он делится на ведомственный и личный).

Рассмотрим преимущества и недостатки разных видов транспорта (табл. 8):

Преимущества и недостатки разных видов транспорта

Вид транспорта	Преимущества	Недостатки
1. Железнодорожный	надежность; независимость от погодных условий; высокая регулярность; массовость; относительно высокая скорость (нет пробок); относительно невысокая себестоимость перевозок	большие капиталовложения в инфраструктуру; недостаточно высокая сохранность грузов; отсутствие конкуренции
2. Автомобильный	высокая гибкость доставок (от подъезда до подъезда); маневренность; высокая скорость	относительно низкая производительность труда (не большие объемы грузов); относительно дорогой вид транспорта; высокая аварийность
3. Водный	способность перевозить очень крупные грузы; низкая стоимость доставки; использование естественных путей сообщений; неограниченная пропускная способность морских путей	небольшая скорость движения; большие капиталовложения в портовые сооружения; сезонность; из-за недостаточности глубин 60% российских портов не в состоянии принимать крупнотоннажные суда
4. Воздушный	наивысшая скорость доставки; большая дальность полета; наивысшая сохранность груза; доставка в труднодоступные районы	зависимость от погоды; высокая себестоимость; ограничения по габаритам груза
5. Трубопроводный	низкая себестоимость; высокая пропускная способность; независимость от погодных условий; низкая трудоемкость обслуживания	узкая специализация грузов; невозможность передачи малых объемов грузов; возможность хищения

Наличие разнообразных видов транспорта на конкретной территории принято называть транспортной сетью. Конфигурация транспортной сети зависит от размещения производительных сил, рельефа, природно-климатических условий конкретной территории. Плотность же путей сообщения зависит от уровня развития всех элементов производительных сил. Это и определяет классификацию районов:

- 1) районы сплошного экономического освоения с густой сетью, объединяющей все или большинство видов транспорта;
- 2) районы выборочного экономического освоения со слабо развитой транспортной сетью, представленной одним или несколькими видами транспорта;
- 3) районы интенсивного земледелия со слабо развитой транспортной сетью;

- 4) районы освоения лесных ресурсов со сравнительно редко освоенной транспортной сетью;
- 5) районы крайнего севера с одним видом транспорта.

Транспортный узел – место стыковки двух или более транспортных путей, где расположен комплекс инженерно-технических сооружений для переработки и перевалки грузов.

Мощность транспортных потоков также имеет существенные различия и зависит от размещения основных источников сырья, топлива, материалов. Можно выделить три основных магистральных направления транспортной системы страны:

- 1) широтное магистральное направление «восток – запад» и обратно; оно включает железнодорожные, трубопроводные и водные пути с использованием рек Кама и Волга;
- 2) меридиальное магистральное центральноевропейское направление «север – юг» с выходом на Украину, Молдову, Кавказ, образованное в основном железнодорожными путями;
- 3) меридиальное волго-кавказское магистральное направление «север – юг» по р. Волга, железнодорожным и трубопроводным путям, связывающее Поволжье и Кавказ с центром, севером европейской части страны и с Уралом.

Автомобильные дороги также являются неотъемлемой частью транспортной сети страны. В зависимости от качества, технической оснащенности дорог определяется их пропускная способность. Все дороги делятся по пропускной способности на следующие категории:

- 1 категория: более 7 000 автомобилей в сутки;
- 2 категория: от 3 000 до 7 000 автомобилей в сутки;
- 3 категория: от 1 000 до 3 000 автомобилей в сутки;
- 4 категория: от 200 до 1 000 автомобилей в сутки;
- 5 категория: до 200 автомобилей в сутки

Транспорт играет очень важную **роль** в жизнедеятельности людей:

- 1) экономическая роль – без транспорта невозможно производство и реализация товаров, освоение новых территорий, международная торговля;
- 2) политическая роль – с помощью транспорта объединяются регионы и государства;
- 3) социальная роль выражается в мобильности населения.

В настоящее время государством поставлены следующие **цели развития транспортной системы РФ**:

- 1) создание единого транспортного пространства страны;
- 2) повышение доступности, объема и уровня конкурентоспособности транспортных услуг для грузовладельцев с учетом требований экономического развития;
- 3) обеспечение качества и доступности транспортного обслуживания населения;

- 4) реализация транспортно-транзитного потенциала страны и интеграция в мировую транспортную систему;
- 5) повышение уровня безопасности функционирования транспорта;
- 6) сокращение вредного воздействия транспорта на окружающую среду.

ГЛАВА 8. ФИНАНСЫ ПРЕДПРИЯТИЙ СТРОИТЕЛЬСТВА

Строительство – отрасль материального производства, которая предназначена для ввода в действие новых, а также реконструкции, расширения, ремонта и технического перевооружения действующих объектов производственного и непроизводственного назначения.

Особенности строительного производства заключаются в следующем:

нестационарность, передвижной характер ведения работ (постоянное перемещение производственной базы и рабочих с одной строительной площадки на другую);

строительный объект эксплуатируется в течение длительного времени (средний срок эксплуатации строений – 50 лет);

большой период подготовительных работ (номенклатура применяемых в строительстве материалов, деталей и конструкций достигает нескольких сотен наименований);

результаты строительства нельзя накапливать;

длительность сроков строительства (идет годами);

материалоемкость (материальные затраты в стоимости строительства зданий достигают 70% и более);

капиталоемкость (требуются большие единовременные затраты инвестиционных ресурсов);

влияние климатических и погодных условий;

большое количество участников строительства.

Рассмотрим **участников строительства** подробнее:

Инвестор – субъект инвестиционной деятельности, принимающий решение о вложении собственных и заемных имущественных и интеллектуальных ценностей в строительство объекта.

Заказчик – юридическое или физическое лицо, принявшее на себя функции организации и управления финансовым проектом строительства объекта от начала и до конца.

Генеральный подрядчик – фирма, осуществляющая по договору подряда возведение объекта.

Застройщик – физическое или юридическое лицо или орган государственной исполнительной власти (местного самоуправления), получившее в установленном порядке земельный участок под строительство или реконструкцию комплекса недвижимого имущества.

Субподрядчик – любая организация, взявшая на себя обязанность производить любые элементы сертифицированного или декларированного изделия в соответствии со специальными требованиями изготовителя.

Строительство осуществляется в несколько этапов:

1. подготовка строительства (определение земельного участка, обоснование эффективности инвестиционного проекта по строительству, снос существующих строений, прокладка временных дорог и необходимых коммуникаций);
2. непосредственно строительство;
3. реализация строительной продукции (реализация начинается со второго этапа, а на третьем продолжается).

Стоимость строительства исчисляется по каждому объекту. Не являются исключением даже типовые застройки; стоимость объекта чаще всего индивидуальна. Причина заключается в том, что нулевой цикл – возведение фундамента – является в каждом отдельном случае индивидуальным из-за географической привязанности.

Выделяют **два способа ведения работ** в строительстве:

1. **Хозяйственный способ** строительства (все виды работ организация проводит собственными силами). У такого способа есть недостатки: нужно создавать коллективы строителей и собственную производственную базу, нет условий для совершенствования технологий и организации работ, широко применяется неквалифицированная рабочая сила, высок удельный вес ручного труда. В качестве положительного момента можно отметить высокую оперативность в управлении.

2. **Подрядный способ** (работы ведутся постоянно действующими строительными организациями по договору подряда с заказчиками). К преимуществам такого способа строительства относится то, что постоянно действующая строительная организация имеет условия для формирования стабильных квалифицированных коллективов, создания мощностей и современной материально-технической базы. Подрядным способом охвачено 90% строительных работ. К недостаткам можно отнести невысокую управляемость процессом, возможное завышение расценок на материалы и строительные работы.

Перед началом строительства необходимо получить земельный участок под строительство. Земельные участки под строительство предоставляются двумя способами:

- 1) без предоставления согласования мест размещения объектов (на торгах, конкурсах);
- 2) с предварительным согласованием мест размещения объектов.

При выборе земельного участка под строительство рассматривают следующие факторы:

- целевое назначение земельного участка;
- преобладающие способы землепользования в ближайшей окрестности;
- перспективы развития района;
- ожидаемые изменения на рынке недвижимости;
- обеспечение земельного участка коммунальной инфраструктурой;

обеспечение объектами социально-культурного назначения;
наличие сети предприятий торгового обслуживания;
наличие системы транспортного обеспечения.

Экономическое содержание финансов в капитальном строительстве, а также функции и основные принципы их организации подобны тем, что существуют в промышленности и других отраслях экономики. Однако в **организации финансов строительства имеется специфика, обусловленная технико-экономическими особенностями данной отрасли:**

1) для строительного производства характерен более продолжительный производственный цикл, что влияет на объем незавершенного производства, покрываемый оборотными средствами, поэтому в структуре оборотных средств большой удельный вес занимает незавершенное производство;

2) строительство объектов осуществляется в различных климатических и территориальных зонах, что отражается на их индивидуальной стоимости и приводит к неравномерному поступлению выручки от сдачи выполненных работ заказчику;

3) финансирование строительства производится в пределах сметной стоимости, которая устанавливается на основе договоров на строительство с заказчиками, а также договоров, заключенных с поставщиками материально-технических ресурсов;

4) характер строительно-монтажных работ обуславливает различную степень материалоемкости и трудоемкости выполняемых работ в отдельные периоды строительства, что определяет неравномерную потребность в оборотных средствах (начало строительства требует больших материальных затрат и, наоборот, отделочные работы уменьшают расход материалов и увеличивают трудовые затраты);

5) в связи с неоднородностью и различным характером затрат на сооружаемых объектах цена определяется в каждом отдельном случае, сметная стоимость строительства включает в себя прямые затраты, накладные расходы и плановые накопления.

ГЛАВА 9. ФИНАНСЫ ПРЕДПРИЯТИЙ ТУРИСТИЧЕСКОЙ ОТРАСЛИ

Туризм за последнее столетие претерпел множество изменений. В прошлом туризм не рассматривался как важная сфера экономической деятельности, его производственная активность была несущественна и его развитию не придавалось большого значения. В 1980-х гг. появилось четкое понимание значимости туризма и его взаимозависимости с другими экономическими и социальными видами деятельности. Такие страны, как Австрия, Канада, Франция, Испания, Швеция, Великобритания, США одними из первых начали проводить экономические исследования в сфере туризма и разрабатывать отчеты об экономическом вкладе туризма в национальную экономику.

Российские экономические исследования в сфере туризма начали активизироваться в 90-е гг. XX в. Вклад туризма в ВВП мировой экономики 10,3%, и он создает не менее 260 млн рабочих мест.

Последствия развития туризма можно разделить на три группы: экономические, социально-культурные, экологические. Рассмотрим эти последствия подробнее:

Таблица 9

Последствия развития туризма

Польза	Ущерб
Экономические последствия	
расширение участия в международном разделении труда; использование местных ресурсов; привлечение иностранного капитала и получение доходов в валюте; рост местного делового оборота; структурные сдвиги в национальном производстве товаров и услуг; повышение численности занятых; поступление налогов в государственный бюджет; рост личных доходов; сбалансированность региональных диспропорций; создание экономического имиджа страны за рубежом	утечка твердой валюты; рост импорта; отток из традиционных сфер занятости; сезонная занятость; инфляция; зависимость от политической ситуации, международной экономической конъюнктуры, моды возникновение экономических кризисов и несбалансированность развития
Социально-культурные последствия	
ломка языковых, социальных, классовых, религиозных барьеров; повышение образовательного уровня; сохранение произведений искусства и традиций; доступ к информации	негативное отношение местных жителей; создание стереотипов; эффект демонстрации (подражание в потреблении); коммерциализация культуры, религии, искусства; рост социальных проблем; изменение в общественной структуре
Экологические последствия	
создание национальных парков и заповедников	загрязнение окружающей среды; деградация ландшафтов; выведение сельскохозяйственных земель из оборота

Существуют **факторы, сдерживающие развитие туризма:**

1. **Сезонность.** Основная задача, которая стоит перед индустрией гостеприимства: как заполнить предприятия в средний, а тем более, в низкий сезон. Для привлечения туристов проводят различного рода мероприятия: выставки, конференции, симпозиумы, спортивные соревнования.

2. **Политические факторы.** К ним можно отнести внутреннюю политику, международные, военные конфликты

3. **Эпидемиологические факторы.** При неблагоприятный эпидемиологической обстановке в стране, туристический поток в нее прекращается.

4. **Экономические факторы.** Чем лучше развита экономика страны, тем лучше развит и туризм, поскольку хорошо развита материально-техническая база (средства размещения и питания, транспорт), уровень благосостояния населения достаточно высокий.

5. **Природные факторы.** Плохо, если дождливое лето на морском курорте или бесснежная зима на горнолыжном. Наиболее значительный ущерб наносят природные катаклизмы: наводнения, цунами, землетрясения, пожары.

Международные рекомендации по статистике туризма **к характерным туристическим продуктам относят:**

- размещение туристов;
- общественное питание;
- пассажирские перевозки;
- аренда транспортного оборудования;
- туристические агентства и другие услуги резервирования;
- культурная деятельность;
- спортивно-развлекательная деятельность;
- розничная торговля характерными туристическими продуктами с учетом специфики конкретной страны.

Для оценки социально-экономического воздействия туризма необходимо наличие большого объема информации о потребителях и производителях туристических услуг, о факторах, влияющих на туристический спрос и характере этого влияния, а также о существующих тенденциях в сфере туризма. При этом необходимо учитывать **специфические черты, присущие туризму:**

основным предметом купли-продажи является туристическая услуга, которая имеет комплексный характер;

особенность спроса на туристические услуги характеризуется: во-первых, большим разнообразием потребителей, которые отличаются по материальным возможностям, возрасту, целям и мотивам; во-вторых, высокой эластичностью и, в-третьих, отдаленностью по времени и месту от предложения;

предложение туристических услуг также отличается рядом характеристик: товары и услуги в туризме имеют двойственный характер (природные услуги и ресурсы, созданные человеком);

высокая фондоемкость отрасли и вследствие этого негибкость производства и высокая неэластичность предложения;

кроме покупателя и продавца, в механизм туристического рынка включается значительное количество посреднических звеньев, которые обеспечивают связь спроса и предложения.

У туризма, как и у любого другого рынка, есть своя инфраструктура. Инфраструктура рынка – это организационно-экономическая система, обеспечивающая общие условия для эффективного динамичного движения товаров от продавца к

покупателю в неразрывной связи с финансовыми и информационными потоками с помощью системы организаций и институтов рынка.

Инфраструктура туризма делится на два вида: созданная человеком и созданная природой. Созданная человеком, в свою очередь, делится на основную (транспорт, средства размещения, предприятие питания и т.д.), дополнительную (объекты показа, объекты развлечений, спортивные сооружения и т.п.). К созданной природой инфраструктуре относятся природные туристические ресурсы.

Функциями инфраструктуры туристического рынка являются:

1. Обеспечение взаимодействия покупателя и продавца туристических товаров и реализация интересов всех участников рыночных отношений в сфере туризма.

2. Упорядочение туристического товарооборота путем саморегулирования субъектов рыночных отношений в соответствии с конъюнктурными колебаниями туристического рынка.

3. Организационно-правовое обеспечение всех операций, осуществляемых между субъектами туристического рынка (производители туристических услуг, посредники, продавцы, туристы).

4. Повышение оперативности и эффективности деятельности участников туристического рынка за счет развития специализации отдельных субъектов и видов деятельности.

5. Обеспечение выполнения функции государственного регулирования и поддержки организованного товародвижения на туристическом рынке.

6. Осуществление контроля над экономической деятельностью субъектов туристического рынка со стороны государства.

7. Оказание информационных, маркетинговых, инновационных, консалтинговых и других услуг с помощью инфраструктуры рынка.

Территорию, которая обладает привлекательностью для туристов, принято называть **дестинацией**. **Дестинация** – это географическая территория, обладающая определенной привлекательностью для туристов, то есть здесь на первый план выходит привлекательность, которая может быть разной для различных групп туристов. На первый план выходит та туристическая привлекательность, которой обладает данная территория для большого количества туристов.

Однако не любая территория может быть отнесена к дестинации. Для того, чтобы территория могла называться дестинацией, она должна отвечать следующим основным требованиям:

наличие определенного набора услуг, необходимых для принятия туристов (доставка до дестинации и обратно, возможность переночевать и поесть с соответствующим уровнем обслуживания);

наличие определенного набора достопримечательностей, которые могли бы заинтересовать туристов. Чем интересней место с точки зрения возможностей увидеть и узнать больше нового, тем выше его рейтинг среди дестинаций;

наличие информационных систем, которые являются необходимыми инструментами продвижения дестинации на туристическом рынке.

Любая дестинация проходит определенный цикл своего развития. Этапы развития дестинации следующие:

– увеличение количества вновь приезжающих туристов – инвестирование в сферу обслуживания и гостиницы – увеличение количества туристов – дополнительные инвестиции в инфраструктуру, сферу обслуживания и гостиницы – создание новых рабочих мест, видоизменения в архитектуре, окружающей среде, культуре, появление новых жителей – потеря новизны и привлекательности дестинации – свободные номера в гостиницах (снижение прибыли).

Многие дестинации в своем развитии проходят все стадии от зарождения до исчезновения, а затем осуществляется возрождение на принципиально новой основе.

Типология туристических дестинаций применительно к въездному туризму может быть представлена следующими группами:

1. Крупные столичные города. Они привлекают туристов по многим причинам: непосредственно туристическим, культурным, административным, бизнеса. В этих городах существуют особые зоны, где доминируют исторические, культурные, торговые и развлекательные виды обслуживания.

2. Центры целенаправленного развития местных обычаев и культуры для привлечения туристов (деревни викингов в Дании, музей деревянного зодчества в Пермском крае, Архангельске, Суздале).

3. Центры, специально построенные для туристов (Дисней Лэнд во Франции).

4. Курортные города (города, обладающие оздоровительными рекреационными ресурсами): морские курорты, курорты с лечебной минеральной водой.

Курорт – местность, характеризующаяся лучшими рекреационными ресурсами, развитой инфраструктурой и материальной базой туризма, представляющая значительный сегмент туристического рынка. Условием первостепенной важности создания и развития курорта выступает наличие благоприятных местных условий – ландшафт, вода, воздух, их сочетание. Главная цель курорта – это организация отдыха и оздоровления определенного контингента людей.

Рассмотрим подробно факторы, определяющие привлекательность туристической дестинации в табл. 10:

Факторы привлекательности туристической дестинации

Факторы	Показатели	Признаки
Наличие туристическо-рекреационных ресурсов, обладающих привлекательностью для потенциального туриста, формирующих туристический интерес, определяющих цель путешествия и туристические ожидания	Природные достопримечательности	Наличие выдающихся природных объектов
	Культурно-исторические достопримечательности	Культурные, архитектурные, исторические, археологические достопримечательности, народные промыслы, фольклор, объекты религиозного туризма
	Оздоровительные ресурсы	Морские курорты, минеральные источники, санатории
	Событийные мероприятия	Проведение известных культурных мероприятий, проведение музыкальных и фольклорных фестивалей, организация и проведение выставок и ярмарок
Доступность туристической дестинации	Территориальная (транспортная) доступность	Удаленность от места проживания туриста, разнообразие видов транспорта для доставки туриста в дестинацию, наличие беспересадочных вариантов доставки
	Визовая доступность	Необходимость оформления визы, простота оформления визы, сроки оформления визы, стоимость оформления визы
	Ценовая доступность	Стоимость тура, стоимость доставки туриста, стоимость сопутствующих услуг
	Информационная доступность	Наличие достаточного количества информации по дестинации в интернете, печатных СМИ и др. источниках, наличие информации на языке, доступном для туриста
Инфраструктура туристической дестинации	Гостиничная инфраструктура	Наличие гостиниц определенной звездности, интересующих туристов, наличие свободных мест в интересующий гост период
	Инфраструктура общественного питания	Наличие ресторанов, кафе, интерес туриста к национальной кухне, наличие брендовых национальных блюд
	Транспортная инфраструктура внутри дестинации	Наличие общественного транспорта, загруженность дорог (пробки)
	Наличие специфической туристической инфраструктуры в зависимости от специфики вида туризма	Наличие пунктов проката спортивного снаряжения, возможность получить уроки для начинающего спортсмена, наличие сопутствующих услуг
	Объекты развлечения	Наличие привлекательных для туриста объектов развлечений, наличие необычных развлечений (участие в национальных обрядах и т.д.)
Уровень цен в дестинации	Цена основного турпродукта	Соотношение цена-качество

Факторы	Показатели	Признаки
	Цена сопутствующих товаров и услуг	Уровень цен на товары и услуги, потребляемые в процессе путешествия, уровень цен на товары, приобретаемые в дестинации и потребляемые в месте проживания туриста
	Природа	Флора, фауна
	Климат	Географическое расположение, климатические и погодные условия
Природа и климат туристической дестинации	Личная безопасность	Уровень преступности, возможность получения необходимой медицинской помощи, общая экологическая и эпидемиологическая ситуация
	Безопасность багажа	Уровень преступности, сохранность багажа на транспорте и в гостинице
Безопасность пребывания в дестинации	Отношения местного населения к приезжим	Степень доброжелательности местных к приезжим, готовность местного населения к коммуникации с туристами (знание языка общения)
	Знакомая среда	Родной или знакомый язык общения, знание местных обычаев и особенностей, религия
Комфортность пребывания туриста в дестинации		

Финансы в туристической сфере имеют целый ряд ярко выраженных **особенностей** в сравнении с другими сферами народного хозяйства. Выделяют следующие особенности:

1. Для туризма характерна особая схема кругооборота оборотных средств. Она обусловлена тем, что:

объектом деятельности туризма является человек (турист), который покупает туристические впечатления исходя из своего интереса;

в туризме процессы производства, реализации и организации потребления туристического продукта соединены вместе в единый производственно-обслуживающий процесс;

2. Своеобразие кругооборота оборотных средств в туризме сказывается на скорости их оборота. Оборачиваемость оборотных средств в туристической фирме происходит быстрее, чем их оборачиваемость на заводе, в магазине, торгующем промышленными товарами, в ресторане.

3. Для туристических фирм характерны особый состав и структура финансовых ресурсов. Этот состав определяется наличием турагентств и туроператоров на туристическом рынке.

Туроператор – это компания, которая непосредственно занимается организацией, формированием, продвижением и продажей туристического пакета. Именно он определяет конечную стоимость тура.

Турагентство – посредник, который продает уже сформированные туроператором туры.

На туристическом рынке преобладают турагенты. В составе туристических фирм РФ турагенты занимают 90%, а туроператоры – 10%.

Особенность состава и структуры финансовых средств, а также их источников обусловлена своеобразием потока денег и задолженности между субъектами туристического рынка, которые определяются, прежде всего, тем, что между моментом продажи туристического продукта и актом его потребления имеется значительный разрыв во времени. Туры составляются и продаются обычно за несколько месяцев до начала отдыха, поэтому одновременно возникают кредиторская и дебиторская задолженности у турагенств и туроператоров.

4. Для туристических фирм характерен особый состав и структура источников финансовых ресурсов. Финансирование проводится в основном за счет привлеченных средств и частично за счет собственных средств. Это связано с тем, что туристическая фирма получает деньги за проданные путевки раньше, чем предоставляет туристу услуги по этой путевке. Среди привлеченных средств основная доля приходится на кредиторскую задолженность.

5. Высока зависимость от факторов внешней среды. Этот бизнес очень сильно подвержен внешним влияниям и реагирует даже на незначительные изменения в политической, экономической и эпидемиологической сферах. Туризм зависит от денежного и валютного рынков.

6. Туристические фирмы не пользуются кредитованием под оборотные средства. Источниками являются собственные и привлеченные средства. Потребность в заемных средствах возникает при кредитовании инвестиций, необходимых для строительства гостиниц, приобретения туристических автобусов и т.д.

7. У туристических фирм возникает сложность в получении заемного капитала. Они не располагают собственными значительными активами общего назначения, которые могут являться обеспечением кредита.

8. Туристические фирмы не вкладывают своего капитала в создание объектов туристического показа, но уже само их существование приносит фирме денежный доход.

9. Своеобразность организации финансовых отношений в туризме в значительной степени обуславливается особенностями ценообразования на продукцию этой отрасли. Цена продукта динамична и зависит от многих факторов.

ГЛАВА 10. ФИНАНСЫ БЮДЖЕТНЫХ УЧРЕЖДЕНИЙ

С 1 января 2011г. все учреждения были разделены на 3 типа:

1. Казенные
2. Бюджетные
3. Автономные

Казенные – это учреждения, оказывающие государственные услуги и исполняющие государственные муниципальные функции в целях реализации полномочий органов государственной власти или органов местного самоуправления. Деятельность казенных учреждений полностью финансируется из бюджета. Осуществлять коммерческую деятельность такие учреждения могут только в случае прямого указания в уставе и наличия разрешения министерства финансов. Доходы, полученные от коммерческой деятельности, должны быть перечислены в соответствующий бюджет.

Бюджетным учреждением признается некоммерческая организация, созданная РФ, субъектом РФ или муниципальным образованием для выполнения работ или оказания услуг, в целях обеспечения реализации полномочий органов государственной власти в сфере науки, образования, здравоохранения, культуры, социальной защиты, физической культуры и спорта и др. Деятельность таких учреждений финансируется в виде субсидий. Они могут заниматься коммерческой деятельностью только в рамках основного вида деятельности, при этом полученные средства могут быть израсходованы на собственные нужды учреждения.

Автономным учреждением признается некоммерческая организация, созданная для выполнения работ и оказания услуг в целях осуществления полномочий в сфере науки, образования, здравоохранения и иных сферах. Автономные учреждения финансируются, как и бюджетные, в виде субсидий. Такие учреждения могут заниматься любым видом коммерческой деятельности и использовать полученные средства на собственные нужды.

Бюджетные организации могут **классифицироваться** по ряду признаков:

1. В зависимости от выполняемых ими функций (т.е. по роду деятельности) бюджетные учреждения могут подразделяться в соответствии с функциональной классификацией расходов бюджета. По этому признаку можно выделить бюджетные организации, реализующие функции государства и, соответственно, получающие финансирование по разделам бюджетной классификации:

а) государственное управление и местное самоуправление, к которым, в частности, относятся Комитет РФ по финансовому мониторингу, Комитет РФ по военно-техническому сотрудничеству с иностранными государствами, Федеральная служба РФ по финансовому оздоровлению и банкротству, Счетная палата РФ, Министерство финансов РФ;

б) судебная власть, в том числе Конституционный Суд, Верховный Суд, суды общей юрисдикции, Высший арбитражный суд;

в) международная деятельность, посольства и представительства за рубежом и т.д.

2. В зависимости от источника финансирования бюджетные учреждения могут быть разделены на следующие группы:

- а) учреждения, финансируемые за счет федерального бюджета;
- б) учреждения, финансируемые за счет бюджетов субъектов РФ;
- в) учреждения, финансируемые за счет средств местных бюджетов.

3. По источникам формирования средств бюджетные учреждения могут быть разделены на две группы:

- а) бюджетные организации, оказывающие платные услуги физическим и юридическим лицам и, соответственно, имеющие собственные источники средств;
- б) бюджетные организации, не оказывающие платные услуги физическим и юридическим лицам, и, соответственно, не имеющие собственных источников средств.

4. В зависимости от характера взаимосвязи с органами исполнительной власти все

государственные учреждения можно подразделить на два вида:

а) государственные учреждения, входящие в систему определенных органов исполнительной власти и находящиеся в их ведении. Например, учреждения исполнения наказаний Министерства юстиции РФ, образовательные учреждения Министерства образования и науки РФ, медицинские учреждения Министерства здравоохранения и науки РФ и т.п.;

б) государственные учреждения, не входящие в систему каких-либо органов исполнительной власти, деятельность которых координируется уполномоченными органами исполнительной власти. Например, государственные учреждения Пенсионного фонда и Фонда социального страхования, деятельность которых координируется Министерством здравоохранения и социального развития РФ.

Бюджетные учреждения выполняют ряд важных **функций**:

1. Организационно-управленческие функции:

1) осуществление оперативного управления находящимися в ведении учреждения объектами и имуществом;

2) организация выполнения специальных работ и оказания специальных услуг в сфере деятельности учреждения;

3) ведение государственного учета (реестров, кадастров) объектов, эксплуатируемых в сфере деятельности учреждения (транспортных средств, водных биологических ресурсов и т.п.);

4) разработка и ведение специальной документации, создание информационных фондов, относящихся к сфере деятельности учреждения;

5) выдача лицензий и иных специальных разрешений на выполнение работ, оказание услуг или на совершение иных действий в сфере деятельности учреждения;

б) согласование проектно-технической и иной документации на выполнение работ и оказание услуг в сфере деятельности учреждения.

2. Социально-производственные функции:

1) выполнение специальных видов работ в сфере деятельности учреждения (природовосстановительных, аварийно-спасательных, метрологических и т.п.);

2) оказание специальных видов услуг в сфере деятельности учреждения (образовательных, медицинских, социальных, культурных, консультационных и т.п.);

3) осуществление специальных фундаментальных и прикладных научных исследований и проведение специальных экспертиз в сфере деятельности учреждения.

3. Правоохранительные функции:

1) осуществление специального наблюдения (мониторинга) за состоянием объектов, функционирующих в сфере деятельности учреждения;

2) организация охраны объектов, функционирующих в сфере деятельности учреждения;

3) осуществление контроля (надзора) за соблюдением физическими и юридическими лицами специальных норм и правил, применяемых в сфере деятельности учреждения;

4) осуществление административно-технического расследования происшествий и инцидентов на объектах, функционирующих в сфере деятельности учреждения;

5) применение мер административного принуждения к физическим и юридическим лицам, совершившим административные правонарушения в сфере деятельности учреждения;

б) осуществление производства по делам об административных правонарушениях, совершенных физическими и юридическими лицами в сфере деятельности учреждения;

7) оказание содействия правоохранительным органам исполнительной власти, органам прокуратуры и судам в реализации возложенных на них функций по борьбе с преступностью, обеспечению общественной безопасности, охране общественного порядка, профилактике преступлений и административных правонарушений, правовой охране интеллектуальной собственности.

Все действующие в России бюджетные учреждения могут быть сгруппированы в зависимости от того, какие именно виды функций являются для них доминирующими, основными. На основании указанного критерия представляется возможным выделить следующие **группы бюджетных учреждений**.

1. *Обслуживающие государственные учреждения* – это государственные учреждения, основным видом деятельности которых являются социально-культурное обслуживание населения, оказание платных и бесплатных государственных услуг физическим и юридическим лицам в соответствующих сферах их деятельности. К числу таких учреждений относятся, прежде всего, государственные соци-

ально-культурные учреждения. Социально-культурные учреждения не осуществляют внешне властную управленческую деятельность в отношении не подчиненных им организационно субъектов.

2. *Административные государственные учреждения* – это государственные учреждения, основным видом деятельности которых является осуществление внешнего государственного управления и государственного регулирования в определенных сферах функционирования государства и общества. Такие государственные учреждения оказывают организационно-управленческое содействие соответствующим органам исполнительной власти в реализации возложенных на них функций государственного управления и регулирования в отдельных сферах жизнедеятельности государства и общества. Необходимость создания данных государственных учреждений обусловлена как невозможностью, так и нецелесообразностью решения некоторых государственных задач в определенных сферах деятельности государства именно органами исполнительной власти. Так, например, многие вопросы государственного управления в сфере экономики целесообразно решать непосредственно в процессе функционирования соответствующей инфраструктуры посредством деятельности максимально приближенных к этой инфраструктуре государственных учреждений. В этой связи в системе автомобильного транспорта и дорожного хозяйства функционируют специальные государственные учреждения: федеральные управления автомобильных дорог регионов, которые организуют строительство, ремонт и эксплуатацию автомобильных дорог федерального значения; в системе рыбного хозяйства: администрации морских рыбных портов, которые осуществляют управление в акваториях этих портов и организуют их деятельность.

3. *Правоохранительные государственные учреждения* – это учреждения, основными видами, деятельности которых являются осуществление государственного контроля и надзора (мониторинга), организация охраны объектов, применение мер административного принуждения, в том числе:

мер административной ответственности к правонарушителям;

осуществление административно-технического расследования происшествий и инцидентов;

осуществление производства по делам об административных правонарушениях в

соответствующей сфере функционирования государства;

оказание содействия правоохранительным органам исполнительной власти и судам в реализации возложенных на них функций по борьбе с преступностью;

обеспечению общественной безопасности, охране общественного порядка, профилактике преступлений и административных правонарушений;

правовой охране интеллектуальной собственности.

Некоторые из таких государственных учреждений, например, Государственная речная судоходная инспекция, бассейновые управления по охране, воспроиз-

водству водных биологических ресурсов и регулированию рыболовства выполняют по существу функции правоохранительных органов исполнительной власти, поскольку непосредственно осуществляют контрольно-надзорную и административно-юрисдикционную деятельность. Другие же государственные учреждения, непосредственно не осуществляя контрольно-надзорную и административно-юрисдикционную деятельность, оказывают содействие правоохранительным органам исполнительной власти, органам прокуратуры и судам в борьбе с преступлениями и административными правонарушениями; в правовой охране интеллектуальной собственности от различных нарушений, в частности, обеспечивают временное содержание лиц, совершивших преступления и административные правонарушения, в специальных местах; проведение судебных экспертиз, исполнение уголовных и административных наказаний, проведение профилактических мероприятий. К числу таких правоохранительных государственных учреждений относятся, в частности, судебно-экспертные учреждения, следственные изоляторы, учреждения исполнения наказаний Министерства юстиции РФ, медицинские вытрезвители, специальные приемники и центры временной изоляции для несовершеннолетних правонарушителей МВД России, Федеральный институт промышленной собственности и т.п.

4. *Вспомогательные государственные учреждения* – это учреждения, основным видом деятельности которых является оказание финансового, материально-технического, информационно-аналитического и научно-технического содействия соответствующим органам исполнительной власти в осуществлении возложенных на них государственных функций и в обеспечении их нормального функционирования. К числу таких вспомогательных государственных учреждений можно, в частности, отнести государственные научно-исследовательские, экспертные, информационно-аналитические, учреждения материально-технического обеспечения, функционирующие при определенных органах исполнительной власти или в их системе.

Особое место финансов бюджетных организаций в финансовой системе определяется тем положением, которое занимают бюджетные организации в обеспечении функций государства.

Функции государства значительной степени реализуются именно через бюджетные учреждения.

Следует выделить следующие **особенности финансов бюджетных учреждений**:

исключительно тесная связь с бюджетом, из которого и финансируется основная часть расходов бюджетных организаций;

любое изменение в бюджете, в первую очередь, отражается на финансах бюджетных организаций;

недополучение средств бюджетом приводит и к недофинансированию расходов бюджетных организаций;

перевыполнение предусмотренных законом о бюджете соответствующего уровня поступлений приводит и к дополнительному финансированию бюджетных организаций.

Благодаря указанной особенности, финансы бюджетных организаций находятся в гораздо более тесной связи и взаимозависимости с общественными (централизованными) финансами, чем все другие звенья финансовой системы.

Бюджетные организации могут предоставлять и предоставляют определенные платные услуги, формируя часть своих финансовых ресурсов за счет самостоятельно заработанных доходов, что позволяет отнести их к хозяйствующим субъектам. Две указанные особенности позволяют определить место финансов бюджетных организаций как промежуточное: между общественными финансами и финансами предприятий и организаций. Указанное специфическое местоположение подтверждается и следующей особенностью финансов бюджетных организаций:

отсутствие самостоятельности в расходовании средств. Поскольку бюджетные организации в основном находятся на бюджетном финансировании, осуществляется жесткий контроль со стороны государства за экономным и рациональным расходованием выделенных бюджетных ассигнований в отличие от коммерческих структур, для финансов которых характерен принцип самостоятельности.

Рассмотрим особенности некоторых бюджетных учреждений.

В современном урбанизированном обществе одной из важнейших отраслей деятельности человека является **жилищно-коммунальное хозяйство (ЖКХ)**. Город стал основным местом обитания людей. В России в городах и поселках городского типа проживает 73% населения страны. Человек в современном городе должен быть обеспечен жильем, водой, канализацией, теплом, городским транспортом и т. д.

Назначение жилищно-коммунального хозяйства:

обеспечение соответствующего уровню экономического развития качества жилищно-коммунальных услуг, предоставляемых жителям муниципального образования;

обеспечение сохранности объектов жилищно-коммунального хозяйства;

поддержание необходимого санитарного состояния территории МО.

Для предприятий ЖКХ характерен смешанный состав финансовых источников:

бюджетные средства;

средства, получаемые жилищнокоммунальными предприятиями за реализацию своих услуг и продукции юридическим и физическим лицам;

средства предприятий на содержание принадлежащих им жилищно – коммунальных объектов.

Особенности отрасли:

1. Продукция и услуги ЖКХ потребляются по месту их производства.

2. Предприятия несут социальную нагрузку, а их производители являются монополистами, поэтому цены на услуги не формируются под воздействием рынка

и требуют регулирования, отчего возникает проблема низкой рентабельности и убыточности предприятий ЖКХ.

3. Высокий удельный вес основных средств в активах, что ведет к большим размерам амортизационных отчислений, которые отражаются на себестоимости продукции и на прибыли коммунальных хозяйств.

4. Производство продукции по времени почти совпадает с потреблением, что является причиной низкой оборачиваемости оборотных средств и повышению потребности в них.

5. Общественный характер коммунальных услуг, низкий уровень платежеспособности населения, что является причиной финансовой зависимости от бюджета.

6. Главные потребители услуг коммунальных предприятий – бюджетные организации, недофинансирование которых ведет к увеличению дебиторской задолженности у коммунальных хозяйств и увеличению потребности у них в реальных оборотных средствах.

7. Сезонность производимых в отрасли ремонтных работ (обычно в летнее время), в связи с чем возникает временной разрыв между поступлением доходов и финансированием расходов, для покрытия которого возникает необходимость создания фонда денежных средств или использования дополнительных краткосрочных кредитов, что, в свою очередь, осложняет финансовое положение организаций.

На жилищно-коммунальное хозяйство возложены **функции**:

1) контроль, за выполнением федерального законодательства по содержанию и эксплуатации объектов жилищно-коммунального хозяйства;

2) эксплуатация, строительство и ремонт водоснабжения, канализации, дорог и мостов;

3) эксплуатация городских земель в соответствии с генеральным планом и проектом земельно-хозяйственного устройства города;

4) отвод и правовое оформление предоставления земельных участков для хозяйственных целей в городах;

5) экспертиза проектов совершенствования и развития жилищно-коммунальной сферы;

6) обеспечение материально-технического снабжения, распределение муниципальных заказов.

Бюджетные средства коммунальным предприятиям поступают в виде дотаций:

– на покрытие разницы в ценах за предоставляемые населению услуги и продукцию (тепло для жилых домов и транспортные услуги);

на капитальные вложения (водопроводноканализационное хозяйство, городской

пассажирский транспорт, дороги и др.);

– на оплату произведенных работ и оказанных населенным пунктам услуг (санитарная очистка, освещение, озеленение территорий и др.).

Далее рассмотрим особенности финансов образовательных учреждений.

Финансы образовательных учреждений представляют собой совокупность денежных отношений, связанных с формированием, поступлением, эффективным использованием денежных потоков в целях выполнения функций и задач учреждений, создания условий для их устойчивого и эффективного развития с целью удовлетворения социальных и экономических потребностей общества.

Данное определение учитывает интересы самих учреждений, а также их цели и задачи функционирования. Отличительная особенность учреждений – отсутствие или несущественность прибыли для оценки эффективности деятельности. Для коммерческих структур основной целью деятельности является максимизация прибыли и стоимости, а целями и задачами создания учреждений – осуществление управленческих, социально-культурных, научно-технических или иных функций некоммерческого характера, удовлетворение духовных, социально-культурных, образовательных потребностей личности, общества и государства.

Источники формирования финансовых ресурсов принято подразделять на:

- собственные и заемные;
- внутренние и внешние.

Бюджетные образовательные учреждения могут потреблять бюджетные средства только на:

– оплату труда работников согласно заключенным трудовым договорам и правовым актам, регулирующим размер заработной платы относительно категории работника;

– перевод страховых взносов в государственные внебюджетные фонды;

– трансферты населению;

– командировочные и иные компенсационные выплаты работникам;

– оплату работ, услуг и товаров по заключенным государственным или муниципальным контрактам;

– оплату работ, услуг и товаров в соответствии с утвержденными сметами без заключения государственных или муниципальных контрактов.

Согласно закону РФ «Об образовании» от 10 июля 1992 г. № 3266-1 в редакции от 10 января 2003 г. № 11-ФЗ [4] образовательное учреждение вправе вести предпринимательскую деятельность, предусмотренную его уставом.

Доходы образовательных учреждений делятся на:

1. Бюджетные ассигнования (подушевое финансирование);
2. Доходы от предпринимательской деятельности.

Подушевое финансирование функционирования образовательных учреждений можно объяснить одним положением – «деньги следуют за учащимися». Эта модель реализуется следующим образом: определяется значение норматива на одного учащего (воспитанника детского сада, школьника, студента). Образовательные учреждения ежегодно получают дотации в соответствии с количеством учеников. Существуют определенные нормативы финансирования на одного учащегося:

Нормативы бюджетного финансирования на одного учащегося

Элементы системы обеспечения	Порядок утверждения
Федеральный норматив финансирования на одного учащегося	Принимается ежегодно. Обязателен для исполнения федеральными и региональными органами управления. Разницу денежных показателей региональные бюджеты минимизируют своими силами.
Увеличенный норматив	Принимается субъектами РФ в случаях, если выделенных государством средств недостаточно для выполнения государственного задания, обеспечения образовательных услуг на должном уровне.
Поправочный коэффициент	Вводится на общегосударственном уровне для обеспечения равенства условий ведения, процесса обучения детей, с особыми потребностями, учеников сельских школ, а также школьников, проживающих в регионах с неблагоприятными климатическими условиями.

К предпринимательской деятельности образовательного учреждения относятся: 1) реализация и сдача в аренду основных фондов и имущества образовательного учреждения;

2) торговля покупными товарами, оборудованием;

3) оказание посреднических услуг;

4) доленое участие в деятельности других учреждений (в том числе образовательных) и организаций;

5) приобретение акций, облигаций, иных ценных бумаг и получение доходов (дивидендов, процентов) по ним;

б) ведение приносящих доход иных внереализационных операций, непосредственно не связанных с собственным производством предусмотренных уставом продукции, работ, услуг и с их реализацией.

В настоящее время образовательные учреждения испытывают сложности в управлении финансовыми ресурсами вследствие развития платных услуг, осуществления многоканального финансирования.

Далее рассмотрим источники финансирования государственных вузов.

Государственные вузы – учреждения, созданные собственником для осуществления социально-культурных, образовательных, научных и др. функций некоммерческого характера.

Согласно п.1 ст. 120 ГК РФ учреждение финансируется полностью или частично собственником.

Данная норма законодательства является основой существования у вуза различных источников финансирования, за счет которых вуз выполняет свои функции.

Совокупность финансовых ресурсов, обеспечивающих жизнедеятельность вуза, можно классифицировать по следующим основным направлениям:

бюджетное финансирование образовательных услуг и научных исследований со стороны Федерального агентства по образованию;

внебюджетные средства от образовательной деятельности;

доходы от управления финансовыми активами;

доходы от коммерческой деятельности;

доходы от услуг вуза для сотрудников и студентов;

доходы от прочей деятельности (реализация ресурсов, сдача в аренду площадей и основных средств);

доходы от хозрасчетной научно-исследовательской деятельности;

целевые средства и безвозмездные поступления из бюджетов других уровней, внебюджетных фондов, юридических и физических лиц (спонсорство, меценатство).

Структура доходов вуза зависит от его размеров, контингента обучающихся, деловой активности учреждения, видов деятельности, осуществляемых вузом. На практике основными источниками финансирования деятельности государственных вузов являются основное бюджетное финансирование и внебюджетная деятельность. Целевые средства и безвозмездные поступления составляют незначительную часть доходов. В частности, к ним относятся:

1) пожертвования;

2) имущество, переходящее вузам по завещанию в порядке наследования;

3) суммы финансирования от других органов государственной власти РФ, органов государственной власти субъектов РФ, органов местного самоуправления;

4) от бюджетов государственных внебюджетных фондов;

5) средства, полученные в рамках благотворительной деятельности; гранты;

6) средства, полученные в рамках безвозмездной помощи (содействия).

К бюджетному финансированию вузов относятся средства, выделяемые вузам Федеральным агентством по образованию Министерства образования и науки РФ по смете расходов федерального бюджета.

К внебюджетным поступлениям вузов относятся выручка от реализации образовательных услуг, от оказания хоздоговорных научно-исследовательских работ, прочих работ, услуг, предусмотренных уставами вузов, доходы от прочих операций, операционные доходы.

Описав источники финансирования вузов, перейдем к вопросу о направлениях расходования финансовых ресурсов.

Расходы – это любое выбытие активов. Расходы в целом можно классифицировать на затраты, связанные с производством работ, оказанием услуг вуза и учитываемых при формировании финансовых результатов вуза; на налоги и обязательные платежи в бюджет; расходы за счет фондов, формируемых из чистой прибыли.

В целом, в настоящее время можно сделать следующие выводы по финансированию вузов:

во-первых, в современных условиях изменилась среда функционирования финансов вузов, произошло их значительное расширение в условиях развития рыночной экономики; финансовые отношения вузов характеризуются большой степенью сложности вследствие многообразия источников финансовых ресурсов, присутствия государственного бюджетного и других, внебюджетных источников финансирования;

во-вторых, последствия недофинансирования из бюджетных источников в последние годы привели к значительному росту внебюджетных источников деятельности, снижению рентабельности, росту затрат, появилась проблема конкурентоспособности образовательных услуг;

в-третьих, специфика оказания образовательных услуг (длительность, отсроченность эффекта и т.д.) приводит к росту кредиторской и дебиторской задолженности, снижению платежеспособности учреждений;

в-четвертых, современные рыночные условия функционирования вузов создают условия диверсификации услуг вузов, позволяют использовать новые источники финансирования, а также создают дополнительные инвестиционные возможности;

в-пятых, функционирование вузов в современных условиях создает предпосылки совершенствования системы управления денежными потоками, дебиторской задолженностью.

Далее рассмотрим особенности организации финансов учреждений здравоохранения.

Здравоохранение представляет собой особую сферу деятельности по обеспечению конституционного права граждан на получение качественной медицинской помощи. В Основах законодательства Российской Федерации об охране здоровья граждан (федеральный закон от 22 июля 1993 г. № 5487-1 с изменениями) отмечено, что государство гарантирует каждому человеку доступность медико-социальной помощи и социальную защищенность в случае утраты здоровья.

Реализация медицинских услуг осуществляется в специально создаваемых для этих целей субъектах хозяйствования, в совокупности представляющих собой сеть учреждений (организаций) здравоохранения.

В соответствии с номенклатурой все учреждения сгруппированы в три крупных блока:

1. Лечебно-профилактические;
2. Государственной санитарно-эпидемиологической службы;
3. Аптечные.

Более конкретные обязательства со стороны государства формулируются в ежегодно утверждаемых Правительством РФ программах государственных гарантий обеспечения населения бесплатной медицинской помощью (ПГГ). В них фиксируется стандартный набор лечебных и профилактических услуг, который в совокупности представляет собой объем бесплатной медицинской помощи, являю-

щейся одним из элементов социального стандарта в области здравоохранения, финансируемых за счет как бюджета, так и средств обязательного медицинского страхования (ОМС). Такая программа включает в себя:

1. Виды медицинской помощи, предоставляемой населению бесплатно, в том числе в рамках базовой программы обязательного медицинского страхования и за счет средств бюджетов всех уровней.
2. Нормативы объемов медицинской помощи.
3. Нормативы финансовых затрат на единицу объема медицинской помощи.
4. Подушевые нормативы финансирования, порядок и структура формирования тарифов на медицинскую помощь.

Подушевые нормативы определяются как показатели затрат на одного человека и используются для того, чтобы показать распределение необходимых для оказания бесплатной помощи населению финансовых ресурсов здравоохранения, полученных из всех источников.

Основной перечень заболеваний и видов медицинской помощи, гарантированных населению бесплатно за счет бюджета и ОМС, следующий:

скорая медицинская помощь при состояниях, угрожающих жизни или здоровью гражданина либо окружающих его лиц, вызванных внезапными заболеваниями, обострениями хронических заболеваний, несчастными случаями, травмами и отравлениями, осложнениями беременности и при родах;

амбулаторно-поликлиническая помощь, включая мероприятия по проведению профилактических прививок, профилактических осмотров и диспансерного наблюдения населения, диагностике и лечению заболеваний в поликлинике, на дому и в дневных стационарах всех типов;

стационарная помощь: при острых заболеваниях и обострениях хронических болезней, отравлениях и травмах, требующих интенсивной терапии, круглосуточного медицинского наблюдения и изоляции по эпидемиологическим показаниям;

при плановой госпитализации с целью проведения диагностики, лечения и реабилитации, требующих круглосуточного медицинского наблюдения, в том числе в детских и специализированных санаториях;

при патологии беременности, родах и абортах;
в период новорожденности.

Обязательное медицинское страхование имеет принципиальные отличия от других видов страхования:

– во-первых, средства фондов ОМС предназначены для оплаты медицинских услуг, а не для производства выплат в денежной форме;

– во-вторых, организационные функции при оплате услуг выполняют коммерческие организации – страховые медицинские компании, являющиеся страховщиками населения;

– в-третьих, при страховании задействованы средства бюджетов субъектов РФ, поскольку органы исполнительной власти выступают страховщиками неработающего населения. Исходя из этого, финансовый и организационный механизмы

обязательного медицинского страхования зависят от его институционального уровня.

За счет средств федерального бюджета предоставляются:

- специализированная медицинская помощь, в том числе высокотехнологичная, оказываемая в федеральных специализированных медицинских организациях;
- дополнительная медицинская помощь на основе государственного задания в рамках национального проекта «Здоровье»;
- помощь в проведении иммунизации населения;
- проведение мероприятий по раннему выявлению социально значимых заболеваний;
- организация и обеспечение госсанэпиднадзора и др

Расходы местных бюджетов включают в себя обеспечение организаций муниципальной системы здравоохранения лекарственными и иными средствами, изделиями медицинского назначения, иммунобиологическими препаратами и дезинфекционными средствами, донорской кровью и ее компонентами, а также обеспечение граждан лекарственными средствами и изделиями медицинского назначения. Кроме того, за счет средств бюджетов в установленном порядке финансируются:

оказание медицинской помощи, предоставление медицинских и иных услуг в лепрозориях, трахоматозных диспансерах, центрах по борьбе с синдромом приобретенного иммунодефицита, центрах медицинской профилактики, лечебно-физкультурных диспансерах, центрах профессиональной патологии, детских и специализированных санаториях, бюро судебно-медицинской, судебно-психиатрической и патолого-анатомической экспертизы, медицинских информационно-аналитических центрах (бюро медицинской статистики), станциях переливания крови, центрах планирования семьи и репродукции, домах ребенка, хосписах, больницах сестринского ухода;

мероприятия по реализации федеральных, региональных и местных целевых программ, а также ведомственных целевых программ;

отдельные мероприятия национального проекта «Здоровье», к примеру, такие, как строительство, ремонт и оснащение оборудованием медицинских учреждений;

научные исследования и др.

Основой материальной базы современной медицины являются больницы. В них находится большая часть основных фондов здравоохранения; здесь занято большинство медицинских кадров страны. Естественно, что и подавляющая часть расходов на здравоохранение (65 %) направляется на финансирование больниц. Это наиболее дорогостоящий вид медицинской помощи. Размер расходов на содержание больниц зависит от ряда факторов:

1. Величина больниц. С одной стороны, в крупных больницах ниже уровень административно-хозяйственных расходов, приходящихся на одну больничную койку, с другой – здесь выше уровень технического оснащения и обеспеченности более квалифицированными, а поэтому и высокооплачиваемыми специалистами.

Это ведет к росту удельных затрат по статьям «Заработная плата», «Приобретение оборудования и инвентаря». Тем не менее, практика свидетельствует, что с увеличением мощности больниц средняя стоимость содержания одной койки снижается. Например, средняя стоимость содержания одной койки в больнице, рассчитанной на 200 коек на 19 % меньше, чем в больнице на 100 коек, а в больнице на 300 коек этот показатель уже меньше на 28 %. Также крупная больница, в связи с более высоким уровнем обеспеченности оборудованием и квалифицированными кадрами, может предоставить больным более качественные медицинские услуги и, следовательно, обеспечить скорейшее выздоровление. Быстрое возвращение трудоспособности является вторичным экономическим эффектом крупных больниц. Строительство крупных и средних по величине больниц является важным резервом снижения темпов роста расходов на их содержание.

2. Значительное влияние на расходы по финансированию больниц оказывает уровень использования коечного фонда. Чем выше этот уровень, тем ниже стоимость одного койко-дня, тем меньше потребность в бюджетных ассигнованиях на содержание больниц. Основными показателями, характеризующими использование коек в больницах, являются:

- среднее число дней использования койки в году;
- среднее число дней пребывания больного на койке;
- оборот койки;
- среднее время простоя койки.

К основным организационным мероприятиям, способствующим улучшению эффективности работы медицинского учреждения следует отнести:

- укрупнение мелких стационаров и строительство крупных больниц;
- совершенствование их внутренней структуры с целью максимального использования коек в соответствии с конкретной потребностью в видах медицинской помощи и наличием врачей-специалистов;
- повышение уровня организации работы больниц по приему, обследованию, лечению и выписке больных, сокращение длительности пребывания больных в дооперационном периоде;
- обеспечение больниц необходимыми кадрами и оборудованием;
- уменьшение простоя коек за счет сокращения сроков проведения в больницах;
- проведение противоэпидемиологических мероприятий, капитальных и текущих ремонтов;
- преемственность в работе больниц и поликлиник и укрепление их взаимосвязи: регламентация порядка обследования больных в поликлиниках и стационарах с целью устранения дублирования всевозможных анализов.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Боголюбов В.С. Финансовый менеджмент в туризме и гостиничном хозяйстве. М.: ЮРАЙТ, 2019. 294 с.
2. Дохоян З.М., Иванова Я.Я., Шубина Т.В. Финансы строительных организаций / под редакцией С.Б. Слеповой. М.: Кнорус, 2020. 374 с.
3. Жукова О.В. Корпоративные финансы: учебник. – М.: Научный консультант, 2019. 202 с.
4. Ибрагимов Р.Г. Корпоративные финансы. Финансовые решения и ценность фирмы: учеб. пособие для бакалавриата и магистратуры. М.: Издат-во Юрайт, 2019. 184 с.
5. Кандрашина Е.А. Финансовый менеджмент: учебник. М.: Дашков и К, Ай Пи Эр Медиа, 2018. 220 с.
6. Колчина Н.В., Португалова О.В. Финансы организаций: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям, направлению подготовки «Финансы и кредит». 6-е изд. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2017. 399 с.
7. Леонтьев В.Е., Бочаров В.В., Радковская Н.П. Корпоративные финансы: учебник для академического бакалавриата. 3-е изд, перераб. и доп. – М.: Издат-во Юрайт, 2019. 354 с.
8. Магомедова П.А. Учебное пособие по дисциплине «Финансы сельского хозяйства» для направления подготовки 30.03.01 Экономика, профиль «Бухгалтерский учет, анализ и аудит». Махачкала: ДГУНХ, 2019. 210 с.
9. Бобылева А.З. Финансовый менеджмент: проблемы и решения: в 2 ч. Ч. 1 и 2: учебник для бакалавриата и магистратуры. М.: Издат-во Юрайт, 2019. 547 с.
10. Финансы организаций: учеб. пособие / В.В. Позняков., Л.Г. Колпина, В.К. Ханкевич, В.М. Марочкина; под ред. В.В. Познякова. Минск: Республиканский институт профессионального образования (РИПО), 2019. 331 с.
11. Финансы предприятий различных отраслей и сфер деятельности: учеб. пособие / сост.: Н.В. Ширяева, Е.В. Романенко, В.М. Шитов, А.С. Васильева. Ульяновск: УлГТУ, 2018. 243 с.
12. Халимбекова А.М., Османова Х.О., Тажудинова Д.А. Учеб. пособие по дисциплине «Финансы бюджетных учреждений» для направления подготовки 30.03.01 Экономика, профиль «Финансы и кредит». Махачкала: ДГУНХ, 2018. 143 с.
13. Официальный сайт Министерства промышленности и торговли РФ. URL: minpromtorg.gov.ru
14. Официальный сайт Министерства сельского хозяйства РФ. URL: mcsx.gov.ru
15. Официальный сайт Министерства транспорта РФ. URL: min-trans.gov.ru

16. Официальный сайт Министерства строительства и жилищно-коммунального хозяйства РФ. URL: minstroyrf.gov.ru
17. Официальный сайт Федерального агентства по туризму РФ. URL: tourism.gov.ru
18. Официальный сайт Министерства науки и высшего образования РФ. URL: minobrnauki.gov.ru
19. Официальный сайт Министерства просвещения РФ. URL: edu.gov.ru
20. Официальный сайт Министерства здравоохранения РФ. URL: minzdrav.gov.ru

Нормативно-правовые акты

1. Гражданский кодекс РФ. Ч. 1 и 2 [Электронный ресурс]. Доступ из справ.-правовой системы «Консультант Плюс».
2. Об акционерных обществах: федер. закон № 208 от 26 дек. 1995 г. [Электронный ресурс]. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
3. О несостоятельности (банкротстве): федер. закон № 127 от 26 окт. 2002 г. [Электронный ресурс]. Доступ из справ.-правовой системы «Консультант-Плюс».
4. Налоговый кодекс РФ. Ч. 1 и 2 [Электронный ресурс]. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
5. Реформа предприятий (организаций): Методические рекомендации по разработке финансовой политики: Приказ Министерства экономики Российской Федерации от 1 окт. 1997 г. №118. М.: Ось–89, 1998. [Электронный ресурс]. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
6. Положение по бухгалтерскому учету «Расходы организации» (ПБУ 10/99) / сб. положений по бухгалтерскому учету (ПБУ-1-15). М.: Бухгалтерский учет, 2001 [Электронный ресурс]. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
7. Об утверждении типовой формы плана финансового оздоровления (бизнес-плана), порядка его согласования и методических рекомендаций по разработке планов финансового оздоровления: распоряжение ФУДН при Госкомимущество Рос. Федерации от 5 дек. 1994 г. № 98-р: [Электронный ресурс]. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».

Учебное издание

Трошина Ольга Владимировна

Финансы организаций (предприятий)

Учебное пособие

Редактор *Л. Л. Савенкова*

Корректор *Л. Л. Соболева*

Компьютерная верстка: *О. В. Трошина*

Объем данных 2,52 Мб

Подписано к использованию 17.12.2021

Размещено в открытом доступе

на сайте www.psu.ru

в разделе НАУКА / Электронные публикации
и в электронной мультимедийной библиотеке ELiS

Издательский центр

Пермского государственного

национального исследовательского университета

614990, г. Пермь, ул. Букирева, 15